بسم الله الرحمن الرحيم

الجامعة الأمريكية المفتوحة بواشنطن

مكتب القاهرة

قسم الاقتصاد الإسلامي

# البورصة من منظور إسلامي
## التأصيل والآليات و مؤشر الأسعار

مقدمة من الباحث : عبد الفتاح محمد صلاح

استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير

في الاقتصاد الإسلامي

إشراف

أ.د. نعمت عبداللطيف مشهور

أستاذ الاقتصاد بكلية التجارة - جامعة الأزهر

1429 / 2008 هـ

## أعضاء لجنة المناقشة والحكم

1. الأستاذة الدكتورة / نعمت عبداللطيف مشهور — مشرفه
   أستاذ الاقتصاد بكلية التجارة – جامعة الأزهر

2. الأستاذ الدكتور / محمود الطنطاوي الباز — عضواً
   أستاذ الاقتصاد بكلية الحقوق – جامعة حلوان

3. الأستاذ الدكتور / السيد عطية عبد الواحد — عضواً
   أستاذ الاقتصاد بكلية الحقوق – جامعة عين شمس

# شكر وتقدير

يسرني أن أتوجه بالشكر والتقدير إلى الأستاذة الدكتورة / نعمت عبداللطيف مشهور المشرفة على الرسالة ، لما لمسته فيها من خلق رفيع ، وتواضع جم ، وتوجيهات قيمة ، كما أتوجه بالشكر إلى كل من :

1- الأستاذ الدكتور / محمود الطنطاوي الباز

2- الأستاذ الدكتور / السيد عطية عبد الواحد

على قبولهما مناقشة الرسالة ، كما أخص بالشكر الأستاذ الدكتور / صلاح الدين فهمي محمود رئيس قسم الاقتصاد بالجامعة على دعمه وتشجيعه المستمر لي ، ثم أتوجه بالشكر إلى جميع العاملين بإدارة الجامعة على تعاونهم الصادق في إنهاء جميع الإجراءات الإدارية في سهولة ويسر ، ختاماً أتوجه بالشكر لكل من وجه أو نصح أو ساعد في ظهور هذا البحث إلى حيز الوجود .

سائلاً المولى عز وجل أن يجزي الجميع خير الجزاء ، والصلاة والسلام على رسول الله وآله وصحبه وسلم تسليماً كثيراً.

**إهداء**

إلى أصحاب الفضيلة العلماء .. لعل هذا العمل الذي أسأل الله أن يكون خالصاً لوجهه الكريم يكون نبراساً يساهم في توضيح الرؤى حول موضوع مازال محل نقاش و جدال بين العلماء الأجلاء ، ويُهتدى به في مسائل الفتوى والنصح والإرشاد لعموم المسلمين في موضوع البورصة على ضوء المعرفة الكاملة لحقيقتها وما يجري فيها من تعاملات .

إلى أبنائي الأعزاء .. ليعلموا أن قيمة الإنسان الحقيقية تكمن فيما يحصله من علم نافع في أي مجال من المجالات ، ثم يضيف إليه خبراته ويقدمه في أكمل وأجمل صورة لمجتمعه ، ليساعد في حل مشكلاته وتنميته عرفاناً منه بحق مجتمعه عليه .

## بسم الله الرحمن الرحيم

## مقدمة

**تمهيد :**

الحمد لله المنعم أوجدنا من عدم وجعل لنا السمع والأبصار والأفئدة ووهبنا العقول والفهم وهدانا للإسلام وعلمنا مالم نكن نعلم ، وأنزل على رسوله الكتاب تبياناً لكل شيء " **وَنَزَّلْنَا عَلَيْكَ الْكِتَابَ تِبْيَانًا لِّكُلِّ شَيْءٍ وَهُدًى وَرَحْمَةً وَبُشْرَى لِلْمُسْلِمِينَ** " [1] وهو الذي هيئ لنا أسباب محبته واستخلفنا لتبليغ رسالته وإعلاء كلمته وتحكيم شريعته وهو الذي يعين بالمدد من عنده ، ويؤيد بالتوفيق ثم يتفضل بالقبول والمثوبة من جوده وكرمه كما قال تعالى : " **وَمَا بِكُم مِّن نِّعْمَةٍ فَمِنَ اللّهِ** " [2] .

فالحمد لله أولاً وآخراً والحمد لله ظاهراً وباطناً والحمد لله على نعمة الحمد والحمد لله أبداً أبدا حمداً كثيراً طيباً مباركاً فيه كما يحب ربنا ويرضى ، وأشهد أن لا إله إلا الله وحده لا شريك له , وأشهد أن محمداً عبده ورسوله صلى الله عليه وعلى آله وصحبه وسلم تسليماً كثيرا .

**أما بعد :**

إن الاقتصاد الإسلامي يختلف عن الاقتصادات الوضعية الرأسمالية والشيوعية والإشتراكية حيث أن الاقتصاد الإسلامي له بعداً تعبدياً نابعاً من أن الإنسان خليفة الله في الأرض " **وَأَنفِقُوا مِمَّا جَعَلَكُم مُّسْتَخْلَفِينَ فِيهِ** " [3] وهو مذهب ونظام ، ويتمثل المذهب في الأصول الاقتصادية المستمدة من القرآن والسنة وهي ملزمة وصالحة لكل زمان ومكان وغير قابلة للتغيير والتبديل ولا يجوز الخلاف حولها لكونها إلهية ولما تتمتع به من سمو في التوجه فمبادئ مثل " العدالة ، إنما المؤمنون إخوة ، لا ضرر ولا ضرار " وما تقتضيه تلك المبادئ من تحريم الربا والميسر والغش والغرر وأكل أموال الناس بالباطل كلها قواعد ثابتة وأصول حاكمة للنظام الاقتصادي الإسلامي الذي يتمثل في التطبيقات المتعددة التي تختلف باختلاف الأزمنة والأمكنة .

فدور الباحث في الاقتصاد الإسلامي بشقيه مذهباً ونظاماً ، هو دور الكاشف لا المنشئ . فهو ليس كأي باحث اقتصادي حر في بحثه وإنما هو مقيد في الكشف عن حكم الله في المسائل الاقتصادية بنصوص القرآن والسنة وذلك إذا وجد النص . فإن لم يوجد فهو مقيد بالاجتهاد لاستظهار الحلول

---

[1] سورة النحل ، الآية 89 .
[2] سورة النحل ، الآية 53 .
[3] سورة الحديد ، الآية 7 .

الإسلامية في تلك المشاكل وذلك بالطرق الشرعية المقررة من قياس واستصلاح واستحسان واستصحاب ... إلخ [1] .

وقد آن للمسلمين أن يطبقوا مبادئ الاقتصاد الإسلامي بعد ما جربوا تطبيق النظم الوضعية الرأسمالية والاشتراكية فلم تحقق لهم سوى الأزمات والتأخر وعليهم تقديم مبادئ وآليات الاقتصاد الإسلامي للعالم أجمع حيث أنها صالحة لكل زمان ومكان **" وَسِعَ رَبِّي كُلَّ شَيْءٍ عِلْمًا أَفَلاَ تَتَذَكَّرُونَ "** [2] وفيها رحمة لجميع البشر حتى وإن كانوا غير مسلمين **" وَمَا أَرْسَلْنَاكَ إلا رَحْمَةً لِّلْعَالَمِينَ "** [3] . فالعالم أحوج ما يكون لهذه الرحمة وخاصة في ضوء تنامي المطالبة بنظام عالمي جديد قائم على العدل والتسامح والتعاون بين الدول وآمل أن يقدم هذا البحث المتواضع بعض مبادئ الإسلام السمحة التي تصلح لأن تكون نواه للجانب الاقتصادي في النظام العالمي الجديد ... ولم لا وهي منزلة من العزيز الحكيم **" ألا يَعْلَمُ مَنْ خَلَقَ وَهُوَ اللَّطِيفُ الْخَبِيرُ "** [4] .

**فكرة الدراسة :**

شاء الله تعالى أن تكون شهادتي الجامعية في المحاسبة ، وأن يكون مجال عملي وخبراتي في الاستشارات المالية والاستثمارية والتأمينية الإسلامية ، وقد تطلب ذلك متابعة لمجريات الأحداث الاقتصادية ومنها أحداث البورصة ( سوق الأوراق المالية ) والتي فرضت نفسها على اهتماماتي بتقلباتها اليومية غير المبررة بالإضافة إلى مصائبها المتلاحقة على فترات سواء كان ذلك في البورصات العربية كأزمة سوق المناخ بالكويت في سبتمبر 1982 أو في البورصات العالمية كالأزمة التي أطلق عليها يوم الإثنين الأسود 19 أكتوبر 1987 .

وقد استتبع ذلك كثرة المطالعة في كتب الاقتصاد والفقه وخاصة الأبواب المتعلقة بالمعاملات ، وكذلك معظم مؤلفات العلماء المعاصرين والتي تحدثت عن المعاملات المالية المستجدة في مجالات الاستثمار في البورصة .

وأثناء مطالعتي استوقفتني عبارة " إن سوق الأوراق المالية في مجموعها لا تتسم في أدائها بالرشد بل ومن الثابت أن السوق غالباً ما تسلك مسلكاً مغايراً للظروف الاقتصادية والأصول العلمية " [5] هذه العبارة بكل ما تحمله من صدق في وصف التصرفات التي تحدث في سوق الأوراق المالية بأنها غير

---

[1] د. محمد شوقي الفنجري ، نحو اقتصاد إسلامي ، دار عكاظ للنشر والتوزيع ، المملكة العربية السعودية ، 1981 ، ص 52 .
[2] سورة الأنعام ، الآية 80 .
[3] سورة الأنبياء ، الآية 107 .
[4] سورة الملك ، الآية 14 .
[5] سمير عبد الحميد رضوان ، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية ، المعهد العالمي للفكر الإسلامي ، ص 91 .

رشيدة وهو ما يؤدي إلى صعود وهبوط أسعار الأوراق المالية في البورصات من لحظة لأخرى رغم ثبات كل الظروف الاقتصادية . بمعنى أن المركز المالي للمنشأة قد يكون قوياً والوضع الاقتصادي للبلاد أكثر قوة ومع هذا السوق في اتجاه نزولي ، وعلى النقيض من ذلك فإن المركز المالي للمنشأة قد يكون ضعيفاً ووضع الاقتصاد القومي أكثر ضعفاً والسوق في مجموعه مع ذلك قوياً .

مما استوقفني أيضاً ويعتبر مكملاً ومبيناً لوصف عدم الرشد عبارة " الممارسات غير الأخلاقية في أسواق رأس المال " [1] المتمثلة في البيع الصوري والاحتكار واستغلال السماسرة لثقة العملاء ( الخيانة ) واتفاقيات التلاعب يضاف إلى ذلك ممارسات كبار المستثمرين والتي تعتبر نوعاً من الغش والاحتيال ، ولا يكاد يخلو مؤلف من المؤلفات التي تحدثت عن سوق الأوراق المالية إلا وتضمنت هاتين العبارتين بصورة أو بأخرى وإن اختلفت الألفاظ ومواضع الاستدلال .

على الرغم من هذه الحقائق المؤلمة لسوق الأوراق المالية والتي تؤدي إلى إفلاس آلاف المتعاملين من الأشخاص والشركات وتكاد تعصف باقتصاديات دول بل بالاقتصاد العالمي بأكمله ، فقد ذهب معظم الكتاب الاقتصاديين يعللون أسباب هذه الخسائر والأزمات إلى التصرفات الخاطئة لغالبية المستثمرين غير المحترفين ( الهواة ) أو لقصور في التشريعات التي تحقق الانضباط في التعامل ولا توجد محاولة جادة للوقوف على الأسباب الحقيقية لما يحدث في سوق الأوراق المالية من تقلبات في الأسعار وربما لم يكن هناك رغبة في الكشف عن تلك الأسباب على الرغم من أنها صارخة الوضوح وتجهر ببيت الداء .

**مشكلة الدراسة**

إن تقلبات الأسعار والخسائر والأزمات التي تحدث في البورصة هي انعكاس للتعامل في البورصة المبني على آليات في معظمها فاسدة تقوم على الربا ، والمقامرة ، والغش الأمر الذي يؤثر سلباً على الأفراد ، وعلى الاقتصاد الوطني ، بل وعلى الاقتصاد العالمي .

وعليه فإن إشكالية الدراسة تتحدد في أن عدم قيام البورصة على أسس وآليات قيمية وأخلاقية بجانب الأسس الاقتصادية المالية السليمة يعرض الأفراد والاقتصاد الوطني والاقتصاد العالمي إلى مشاكل ومساوئ قد تؤدي إلى انهيارات اقتصادية ومالية ، الأمر الذي يدعم ضرورة قيام سوق مالية على أسس إسلامية تسعى لتجميع مدخرات الأفراد لتقديمها إلى المستثمرين وفق صيغ الشريعة الإسلامية .

---

[1] د. منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، منشأة المعارف بالأسكندرية ، جمهورية مصر العربية ، 1999 ، ص 175 .

**فرضيات الدراسة**

في ضوء مشكلة الدراسة يهدف الباحث إلى التحقق من الفرضيات الآتية :

1. **إن قيام بورصة وفقاً للمنظور الإسلامي يحمي المجتمعات المسلمة من المعاملات غير الشرعية .**

تبنى هذه الفرضية على أن وجود البديل الشرعي للاستثماريغلق الباب أمام دعاوى الاضطرار للاستثمار في المعاملات غير الشرعية للمحافظة على المال من التآكل نتيجة للزكاة .

2. **إن قيام بورصة على أسس اقتصادية إسلامية تقدم مجالات حقيقية للاستثمار تؤدي إلى انتعاش الاستثمار في الداخل وتساعد في تحقيق التنمية ومعالجة البطالة .**

تبنى هذه الفرضية على أن عدم وجود بورصة لها استقلاليتها عن غيرها من البورصات وتعمل وفق أسس إسلامية هي بورصة فرعية تابعة لغيرها مما يدفع بالاستثمارات إلى البورصات الخارجية باعتبارها الأصل .

3. **إن قيام بورصة وفقاً لمبادئ الاقتصاد الإسلامي التي تتوافق مع عقائدنا وقيم مجتمعاتنا والبعد عن القواعد والأسس ومؤشرات الأسعار التي تقوم عليها البورصات العالمية والمستمدة من الفكر الغربي الرأسمالي ، سيحقق للبورصات العربية والإسلامية الاستقرار ويجنبها مخاطر المؤثرات السلبية التي تحدث في هذه البورصات.**

تبنى هذه الفرضية على الواقع المشاهد في صورة أزمات متكررة في البورصات العربية والإقليمية والعالمية والتي تقوم على أسس غربية غير شرعية ، ومن أمثلتها الكساد العظيم 1929 ، وأزمة سوق المناخ بالكويت في سبتمبر 1982 ، وأزمة الإثنين الأسود التي حدثت في 19 / 11 / 1987 والأزمة المالية المكسيكية عام 1994 ، وأزمة جنوب شرق آسيا 1997، وبعدها الثلاثاء الأسود في البورصة السعودية 2006.

**أهداف الدراسة**

تتمثل أهداف الدراسة في :

أ - التأصيل لآليات عمل جديدة للبورصة ( سوق الأوراق المالية ) مستمدة من مبادئ وقيم الاقتصاد الإسلامي الذي يحرم الربا والمقامرة والغش والغرر والخيانة وأكل أموال الناس بالباطل ويقوم على أسس من العدالة وعدم الظلم ويعظم قيمة العمل .

**ب** - إظهار دور البورصة في إحداث التنمية الاقتصادية وبيان أثر التعاون والتكامل الاقتصادي بين الدول الإسلامية في نجاحها .

**جـ** - إنشاء مؤشر إسلامي يقيس مستوى الأسعار ( السعر العادل ) في السوق ليكون التعامل على أساسه ، وتكون وظيفة المؤشر الأساسية إيضاح مدى قدرة السوق على استيعاب استثمارات جديدة في القطاعات الاقتصادية المختلفة والربح ( العائد ) المتوقع منها ، ويعبر بمصداقية وشفافية عما يحدث داخل البورصة .

**منهج الدراسة**

في ضوء مشكلة الدراسة وأهدافها فإن المنهجية المتبعة ستجمع بين الجانب الوصفي التحليلي في دراسة أوضاع البورصات الحالية التي تقوم على مبادئ الفكر الرأسمالي وتأثير ما يحدث بها من اضطرابات وتقلبات وانهيارات على الأسواق المالية العربية والإسلامية .

كما سيتبع الجانب الاستنباطي والذي يعتمد على وضع فروض أساسية ثم التسلسل منها للوصول إلى استنتاجات محددة عن وضعية البورصة في ظل الضوابط الشرعية .

وأيضاً تعتمد الدراسة على المنهج الاستقرائي والذي يقوم على أساس ملاحظة وتحديد المشكلة ، وهي أن عدم وجود بورصة قائمة على أسس وضوابط الشريعة الإسلامية ينعكس بالسلب على حجم الاستثمارات فضلاً عن إهدار وضياع أموال المدخرين في هذه البورصات بالإضافة إلى تعرض الاقتصاد الوطني إلى أزمات تؤثر بالسلب على عملية التنمية الاقتصادية.

**حدود الدراسة**

إن الحدود المكانية للدراسة ستتعدى حدود أسواق الأوراق المالية القائمة في الدول العربية والإسلامية إلى معظم الأسواق القائمة في العالم والتي يجري فيها تداول الأوراق المالية بصورة منظمة . وذلك نظراً لتطور وسائل الاتصالات والتي جعلت من السهل على أي متعامل في الأسهم البيع والشراء في البورصات العالمية عن طريق النت كما أن انضمام الدول العربية والإسلامية إلى منظمة التجارة العالمية سينقل إلى أسواقها المالية كافة أنواع البيوع غير المدرجة إلى الآن .

وسوف يتحقق ذلك بالاستعراض العام والشامل لواقع تلك الأسواق دون اللجوء إلى التخصيص وذلك حتى تكتمل وتتعاظم قيمة المعلومات وتغطي كافة النواحي الإيجابية والسلبية ، وخاصة أن كافة البورصات القائمة مستمدة من الفكر الرأسمالي الغربي والتفاوت بينها ليس في الأصول الحاكمة لها وإنما في درجات التقارب والتطابق في النواحي التنظيمية والتنفيذية مع النموذج الأصلي المستمدة منه .

أما بالنسبة للحدود الزمانية فسيتم دراسة التطورات التي حدثت في البورصات المحلية والإقليمية والعالمية خلال القرن الماضي وما حدث لهذه البورصات من انهيارات ومشاكل لإثبات أن معظم الأسس الوضعية التي قامت عليها هذه البورصات هي سبب هذه التقلبات .

**هيكل الدراسة**

قسمت مادة الدراسة إلى مقدمة وستة فصول وخاتمة :

**المقدمة** : وتضمنت تمهيد وفكرة الدراسة ومشكلة الدراسة وفرضياتها وأهدافها ومنهج الدراسة وحدودها .

**الفصل الأول :** البورصة ( سوق الأوراق المالية ) بين الاقتصاد الوضعي والاقتصاد الإسلامي التعريف والنشأة والوظائف الاقتصادية .

**الفصل الثاني :** شركة المساهمة بين القوانين الوضعية والشريعة الإسلامية .

**الفصل الثالث :** تسعيير الأسهم .

**الفصل الرابع :** عمليات التداول التي تتم في البورصة .

**الفصل الخامس :** الأزمات الاقتصادية للبورصات .

**الفصل السادس :** التأصيل لإقامة بورصة إسلامية تنموية ومؤشر للأسعار .

**خاتمة :** وتشتمل على خلاصة ما إنتهى إليه الباحث في كل فصل من الفصول ، والتي في مجموعها تعطي تصوراً كاملاً لأهم النتائج والتوصيات لمن أراد الاطلاع عليها دون الدخول في التفاصيل ومصادر الاستدلال إلا بالقدر المطلوب .

ختاماً لهذه المقدمة فإني أحمد الله بما هو أهله على الرشاد والتوفيق وألوم نفسي على العجز والتقصير ، وأسأله تعالى أن يجعل هذه الدراسة في ميزان الحسنات وتكون من العلم الذي ينتفع به بعد الممات وسبباً في مغفرة الزلات إنه هو الكريم الجواد .

# فهرس الموضوعات

# الفصل الأول

## البورصة بين الاقتصاد الوضعي والاقتصاد الإسلامي

## التعريف والنشأة والوظائف الاقتصادية

# الفصل الأول

## البورصة بين الاقتصاد الوضعي والاقتصاد الإسلامي

## التعريف والنشأة والوظائف الاقتصادية

سوف نتعرض في هذا الفصل لتعريف البورصة ، والتأصيل التاريخي للإسم ، والهيكل التنظيمي ، والوظائف الاقتصادية المنوطة بها ، والفرق بين السوق في الاقتصاد الوضعي والاقتصاد الإسلامي ، وذلك من خلال ثلاث مباحث :

**المبحث الأول : تعريف البورصة ونشأتها التاريخية .**

**المبحث الثاني : تنظيم وإدارة البورصة ووظائفها الاقتصادية .**

**المبحث الثالث : السوق بين الاقتصاد الوضعي والاقتصاد الإسلامي .**

## المبحث الأول

## تعريف البورصة ونشأتها التاريخية

سوف نتناول في هذا المبحث تعريف البورصة ، والتأصيل اللغوي والتاريخي للاسم وذلك من خلال النقاط التالية :

**1-1-1 الأصل اللغوي لكلمة البورصة .**

**2-1-1 الأصل التاريخي لكلمة البورصة .**

**3-1-1 التعريف الاصطلاحي للبورصة .**

**4-1-1 التعريف الاصطلاحي للبورصة الإسلامية .**

**1-1-1 الأصل اللغوي لكلمة البورصة**

على الرغم من أن الشائع والمستقر في الأذهان لدى الاقتصاديين أن بداية استعمال كلمة بورصة في العالم يرجع إلى الأصل التاريخي من وجهة النظر الغربية ، المتمثـــل في أنها مشتقة من اسم فندق مملوك لعائلة **فان دير برس Van Der Bourse** البلجيكية ، التي اشتهر عن أفرادها اشتغالهم بأعمال الوساطة والسمسرة كما سيأتي لاحقاً ، ولكن بالبحث في بعض المعاجم وجد الباحث ما يلي :

**البُرصة** : فتق في الغيم يرى منه أديم السماء ، ابن شميل : البرصة البلوقة وجمعها براص وهي أمكنة من الرمل بيض ولا تنبت شيئاً ويقال : هي منازل الجن [1] .

**البُرصة** : فتق في الغيم يرى منه أديم السماء ، وبقعة في الرمل لا تنبت شيئاً . ( وفي علم الاقتصاد السياسي ) : المصفق ، وهي سوق يعقد فيها صفقات القطن والأوراق المالية [2] .

**البورصة** : في علم الاقتصاد السياسي ، سوق يعقد فيها صفقات القطن والأوراق المالية [3] .

في ضوء ما أسفر عنه البحث في المعاجم نجد أن هناك معنيين لا ثالث لهما لكلمة بورصة أحدهما حديث ويتفق بصورة كاملة مع طبيعة كون البورصة سوق يعقد فيها صفقات القطن والأوراق المالية ، وأعتقد أن هذه المعاجم استندت في ذلك إلى الأصل التاريخي لكلمة البورصة من وجهة النظر الغربية.

ومعنى آخر قديم يصف البورصة ( البُرصة ) بأنها سماء ممزقة الغيوم لا تمطر لعدم تلبد غيومها ، وأرض لا تنبت شيئاً ، وأنها منازل الجان وهو ما ظهر بوضوح في معجم لسان العرب والذي يرجع تاريخه إلى القرن الثاني عشر الميلادي [4] ، حيث أن مؤلفه بن منظور ولد سنة 630 هـ / 1232 م وتوفي سنة 711 هـ / 1311 م ، ويفهم من ذلك أن تاريخ كلمة بورصة سابق للقرن الثاني عشر الميلادي لأن ما لدنيا هو تاريخ تدوينها في معجم لسان العرب ، وهذا يعني أن الأصل العربي لكلمة البورصة سابق على الأصل التاريخي لها من وجهة النظر الغربية بعدة قرون من الزمان وذلك بالمقارنة مع وثائق السفير البلجيكي ، في القاهرة التي تفيد أن عائلة Van Der Bourse البلجيكية عملت بالوساطة والسمسرة طيلة القرن الرابع عشر والنصف الأول من القرن الخامس عشر [5] .

ومما تقدم يتضح أن البورصة كلمة عربية تعني سماء لا تمطر وأرض لا تنبت وهو ما يعبر عن كارثة اقتصادية لعدم وجود نماء نتيجة انعدام الماء والزرع وهذا المعنى يتوافق مع حقيقة ما يحدث في البورصات القائمة في العالم وفقاً للنظام الرأسمالي الربوي من حيث أن الاستثمارات المالية في سوق الأوراق المالية لا تتعدى نقل ذمم مالية من أطراف مختلفة دون تحقيق قيماً مضافة إلى الاقتصاد بالإضافة إلى حدة الأزمات والكوارث المالية الدولية وتكرار حدوثها .

---

[1] بن منظور ، لسان العرب ، دار صادر ، بيروت ، ط1 ، 1997 ، المجلد الأول ، ص 193 .

[2] مجمع اللغة العربية، المعجم الوسيط ، مكتبة الشروق الدولية ، القاهرة ، ط 4 ، 2004 ، ص 49 .

[3] مجمع اللغة العربية ، المعجم الوجيز ، طبعة خاصة بوزارة التربية والتعليم ، القاهرة ، 2003 ، ص 45 .

[4] http://qamoos.sakhr.com

[5] سمير عبد الحميد رضوان ، ، أسواق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية ، المعهد العالمي للفكر الإسلامي ، القاهرة ، ب.ت ، ص 31 .

وقد ذكر William White في ورقة عمل أعدها لصالح بنك التسويات الدولية BIS ما يؤكد ذلك بقوله " لقد أفضت هذه الأزمات المالية وبشكل متزايد إلى اضطرابات اقتصادية حادة ، وارتفاع في معدلات البطالة ، حتى أنها في كثير من الأحيان قد تسبب في عودة الفقر إلى الكثير من الأسواق الناشئة " [1] . فمن بين 282 شركة مسجلة في بورصة جاكرتا ، على سبيل المثال ، والتي كانت تتمتع بالحيوية والملاءة المالية ، لم يبق سوى 22 شركة على ذلك الحال بعد انهيار السوق الإندونيسية ، كل تلك المصائب تسبب بها المضاربون [2] الذين يعملون بنظام التحكم عن بعد .

لقد جُرد مالكو 260 شركة من حقهم في ثرواتهم وأصبح قرابة 50 مليون أندونيسي آخر يعيشون تحت خط الفقر ، وهذا يعني أنها كارثة أكلت الأخضر واليابس ومزقت المجتمع اقتصادياً ونفسياً ومالياً ولم تترك لأفراده إلا الحسرة والندامة " **يَمْحَقُ اللّهُ الْرِّبَا وَيُرْبِي الصَّدَقَاتِ** " [3] ، والمحق الذي يعني الزوال بعد الوجود كنتيجة لفعل مخالف لأمر الله يتفق تماماً مع عدم الوجود من الأصل كنتيجة لكون السماء لا تمطر والأرض لا تنبت . كما أن وصفها بمنازل الجان له علاقة بما يحدث في البورصة ، فالمشاهد لحركات المتعاملين في البورصة يجدها عصبية وسريعة كحركات من أصابه مس من الجان " **الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لاَ يَقُومُونَ إِلاَّ كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُواْ إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا** " [4] .

إن التصور الذي يطرح نفسه في هذا الموضع هو هل التطابق في الاسم من وجهة النظر الغربية مع الاسم عربياً ، وكذلك توافق الوصف عربياً مع المضمون واقعياً يعتبر من قبيل المصادفة المحضة ؟! أم أن تعاملات البورصة كانت معلومة لدى العرب قبل الإسلام حيث التعاملات بالربا هي السائدة وتصب في مصلحة عدد قليل من المرابين على حساب عدد كبير من المقترضين بصرف النظر عن سبب القرض، وعندما جاء الإسلام أحل البيع وحرم الربا ، وأوجد آليات للتعاملات المالية كالمضاربة والمشاركة والمرابحة وغيرها من العقود الشرعية انتفت الحاجة إلى تعاملات البورصة ، ثم مع مرور الزمن وابتعاد المسلمين عن المنهج الصحيح عادت إليهم تعاملات البورصة من الغرب على أنها صورة جديدة من التعاملات .

فإذا علمنا أن العرب قبل الإسلام كان لديهم رحلتين للتجارة إحداهما إلى اليمن شتاءً والأخرى إلى الشام صيفاً " **لِإِيلَافِ قُرَيْشٍ إِيلَافِهِمْ رِحْلَةَ الشِّتَاء وَالصَّيْفِ** " [5] ، ومن المعلوم أن الشام كانت خاضعة للفرنجة وهذا يعني وجود تعاملات بين التجار العرب والتجار الفرنجة بما يسمح بتبادل صيغ

[1] http://64.246.58.199/artc.php?id=10919

[2] ليس المقصود بالمضاربة هنا المعنى الشرعي وإنما المقصود هو المغامرة والمقامرة .

[3] سورة البقرة ، الآية 276 .

[4] سورة البقرة ، الآية 275 .

[5] سورة قريش ، الآية 1 - 2 .

ومسميات من المعاملات التجارية السائدة لدى طرف إلى الطرف الآخر ، لذلك فإن إثبات هذا التصور يحتاج إلى بحث مفصل ليس محله هذه الدراسة .

إن الأمر المهم في هذا المقام ما تم التوصل إليه من أن البورصة كلمة عربية ، وهو ما يمثل إضافة جديدة غير مسبوقة من فضل الله في أي مرجع عن البورصة . ومن هذا المنطلق يمكن استخدامها بعد تمييزها بإضافة كلمة الإسلامية إليها لتصبح **( البورصة الإسلامية )** للدلالة تجاوزاً على سوق الأوراق المالية من منظور إسلامي **( السوق المالية الإسلامية )** ، وذلك شريطة وضع الآليات الشرعية التي تحمي من أزماتها ، وتوجهها نحو الهدف المنشود منها لإحداث التنمية الشاملة وتحقيق التكامل الاقتصادي بين الدول الإسلامية . واستخدام كلمة بورصة لا يأتي من كونها كلمة عربية فحسب ولكن يضاف إلى ذلك سهولة نطقها وشيوع استخدامها بين المتعاملين بالأوراق المالية في مختلف دول العالم .

### 2-1-1 الأصل التاريخي لكلمة البورصة

لقد أجمع المؤرخون [1] على أن كلمة البورصة اشتقت من اسم Van Der Bourse وحددوا المكان الذي اشتقت فيه بمدينة بروج " Bruges " البلجيكية . واختلفوا في طبيعة الشيء الذي يمثله الاسم فقال أحدهم أنه اسم أحد أعيانهم " فان دي بورص " ، وقال آخر أنه اسم فندق لعائلة Van Der Bourse وكان عمل أفراد هذه العائلة هو الوساطة بين التجار الذين ينزلون بالفندق ، وقيل أنه اسم لأحد الصيارفة الذي نقش على واجهة منزله ثلاثة أكياس من النقود ليشير إلى حرفته ، وقول أخير يذهب إلى أن الاسم لتاجر غني كان التجار يجتمعون في قصره لتداول الأعمال التجارية . وقد شغل هذا الاختلاف أحد الكتاب [2] الاقتصاديين فاجتهد في البحث والتمحيص وراسل السفير البلجيكي في مصر ليقف على الحقيقة الغائبة وانتهى إلى القول التالي :

تشير الوثائق التي وافاني بها سعادة السفير البلجيكي في مصر بأنه في نهاية القرن الثالث عشر الميلادي بدأت بيوت التجارة والصرافة الإيطالية في الهجرة إلى بلاد الفلندر الشهيرة ببلاد الفلمنك ، وما إن وطد الإيطاليون أقدامهم في هذه البلاد حتى شرعوا في إقامة مستعمراتهم في واحدة من أشهر المدن والمراكز التجارية العالمية في ذلك الحين وهي مدينة بروج " Bruges " البلجيكية ، واتخذت القنصليات الإيطالية الثلاث لكل من جنوة والبندقية وفلورنسا مقراً دائماً لكل منها في قلب حي الأعمال في هذه المدينة ، وكان لتجمع هذه القنصليات في مكان واحد أن أصبح هذا المكان مرغوباً من جانب الإيطاليين وصار مهبط التجار ورجال الأعمال . ولما كان من الثابت تاريخياً أن المقر الدائم لقنصلية البندقية كان في سابق عهده فندقاً مملوكاً لعائلة ( فان دير بيرس ) البلجيكية " Van Der

---

[1] د. عطية فياض ، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي ، دار النشر للجامعات ، القاهرة ، ط1 ، 1998 ، ص 51 .
- صلاح الدين حسن السيسي ، بورصات الأوراق المالية الأهمية . الأهداف . السبل . مقترحات النجاح ، عالم الكتب ، القاهرة ، ط1 ، 2003 ، ص 5 .
- سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 31 .
- مراد كاظم ، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية ، المكتبة التجارية ، بيروت ، ط 2 ، 1967 ، ص 7 .
- د. أحمد بن محمد الخليل ، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي ، دار بن الجوزي ، السعودية ، ط 2 ، 1426 هـ ، ص 34.

[2] سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 32 ، 33 .

Bourse " والتي اشتهر عن أفرادها من الأجداد إلى الأحفاد اشتغالهم بأعمال الوساطة والسمسرة لنزلاء الفنادق الوافدين على المدينة " Broker - innkeapers " وذلك طيلة القرن الرابع عشر والنصف الأول من القرن الخامس عشر ، فلم يكن مستغرباً أن يتسمى الميدان – الذي تحيطه القنصليات الثلاث وصار ملتقى التجار الذين يتعاملون في مختلف أنواع السلع وتجمع رجال الأعمال – باسم هذه العائلة ، نقصد عائلة فان دير بيرس . وقد دعت هذه الظروف إلى إطلاق لفظ البورصة فيما بعد على ذلك المكان المتسع الذي كانت تحيطه الأروقة وتتوسطه الأعمدة في مدينة انترب Antwerb الفلندرية المعروفة بانفرس . حيث أقيمت هذه البورصة على أنقاض بورصة بروج التي احتفظت لنفسها بمركز الصدارة في المال والتجارة خلال الفترة من سنة 1300 م إلى 1450 م ، وقد دشنت أنفرس بورصتها التجارية سنة 1485 م بعد أن أزاحت بروج من طريقها وقامت بتوسيعها سنة 1530 م فاستوعبت التجار من كل صوب وحدب .

وطبقاً لرأي هؤلاء المؤرخين وهذا التحقيق تكون كلمة البورصة مشتقة من اسم فندق مملوك لعائلة ( فان دير بيرس ) البلجيكية ، والتي اشتهر عن أفرادها من الأجداد إلى الأحفاد اشتغالهم بأعمال الوساطة والسمسرة وذلك طيلة القرن الرابع عشر والنصف الأول من القرن الخامس عشر .

### 3-1-1 التعريف الاصطلاحي للبورصة

توجد تعريفات عديدة للبورصة ( سوق الأوراق المالية ) ، فقد عرفها أحد الاقتصاديين بأنها " سوق مالية منظمة يتداول فيها الأسهم والسندات وتحدد فيها الأسعار وفقاً للعرض والطلب " [1] ، وعرفها آخر بأنها " سوق منظمة تنعقد في مكان معين في أوقات دورية للتعامل بيعاً وشراء بمختلف الأوراق المالية " [2] ، وعرفت بأنها " عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين " [3] ، والتعريفات السابقة تشير إلى أن البورصة سوق منظمة ولها مكان محدد تمييزاً لها عن التعاملات التي تتم خارجها ولا تتقيد بالأنظمة واللوائح .

ذهب البعض إلى التركيز على أهمية التنظيم والقوانين واللوائح فعرف البورصة بأنها " سوق مستمرة تقام في مكان ثابت للتعامل في صكوك معينة تصلح للمبادلات واسعة النطاق ، وذلك بموجب قوانين ولوائح وقواعد لتنظيم عقد الصفقات ، وإقرار الشروط الواجب توافرها في المتعاملين والصكوك موضوع التعامل " [4] .

يوجد تعريف آخر لا يعتمد على التنظيم أو المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية ، بل يركز ويعظم دور وسائل الاتصال والتكنولوجيا الحديثة في التعاملات المالية ويعرف السوق المالي على أنـه : " الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق ، وذلك بغض النظر عن

[1] هشام البساط ، الأسواق المالية الدولية وبورصات الأوراق المالية وسياسات تكوين محفظة الأوراق المالية في المصارف ، اتحاد المصارف العربية ، بيروت ، ب.ت ، ص 32 .
[2] مراد كاظم ، مرجع سابق ، ص 7 .
[3] د. عبد الغفار حنفي ، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية أسهم ـ سندات ـ وثائق الاستثمار ـ الخيارات ، الدار الجامعية ، الأسكندرية ، 2005 ، ص 39 .
[4] يس عبد الحميد ، بورصة الأوراق المالية ، مكتبة التاجر والمحاسب ، القاهرة ، ط 1 ، 1948 ، ص 28 .

الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه ، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه " [1] .

هناك تعريف يوضح هدف المتعاملين في البورصة ، ويشير إلى دور الوسطاء الماليون ( السماسرة ) فيعرفها بأنها : " سوق منظم تقام في مكان ثابت يتولى إدارتها والإشراف عليها هيئة لها نظامها الخاص تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد ، يؤمها المتعاملون في الأسهم والسندات من الراغبين في الاستثمار ، والناشدون الاستفادة من تقلبات الأسعار . تنعقد جلساتها في المقصورة يومياً حيث يقوم الوسطاء الماليون بتنفيذ أوامر البائعين والمشترين " [2] والملاحظ فيما تقدم من تعريفات للبورصة أنها اقتصرت على المكان وعمليات البيع والشراء ولم تتضمن أي دور تنموي .

إلا أن هناك تعريفاً يشير إلى دور سوق الأوراق المالية في خلق طاقات إنتاجية جديدة ، فيعرف سوق رأس المال النشط بأنه " السوق الذي يوفر ما تحتاج إليه المشروعات من تمويل باعتباره الوعاء الذي تصب فيه المدخرات ويتم توجيهها بعد ذلك لمجالات الاستثمار التي تؤدي إلى خلق طاقات إنتاجية جديدة " [3] . وتعريف آخر يشير إلى دور البورصة في توجيه المدخرات إلى الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد فعرفها بأنها : " السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراء وبحيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها المال من الأفراد والمؤسسات والقطاعات المتنوعة بما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد " [4] .

هناك تعريف أخير يشير إلى أن التعاملات في البورصة يجب أن تكون موافقة للشرع فعرفها بأنها " سوق منظمة تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية للتعامل الشرعي بيعاً وشراء لمختلف الأوراق المالية ، وتهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة " [5] .

### 4-1-1 التعريف الاصطلاحي للبورصة الإسلامية

من خلال التعريفات السابقة يجتهد الباحث ليضع تعريفاً للبورصة بحيث يعكس أهداف الدراسة المتمثلة في :

أ - التأصيل لآليات عمل جديدة للبورصة مستمدة من مبادئ وقيم الاقتصاد الإسلامي .

---

[1] رسمية أحمد أبو موسى ، الأسواق المالية والنقدية ، دار المعتز للنشر والتوزيع ، عمان ، ط 1 ، 2005 ، ص 11 .
[2] سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 20 .
[3] د. محمد محمود عبد ربه محمد ، طريقك إلى البورصة مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الأسكندرية ، ب.ت ، ص 7 .
[4] المؤسسة العربية لضمان الاستثمار ، أسواق الأوراق المالية العربية ، تنظيمها ، أدواتها ، وأوضاع التعامل فيها ، الكويت ، 1985 ، ص 327 .
[5] د. أحمد محي الدين أحمد ، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي ، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي ، جدة ، ط 1 ، 1995 ، ص 24 .

ب - إظهار دور البورصة الرئيسي في إحداث التنمية الاقتصادية وبيان أثر التعاون والتكامل الاقتصادي بين الدول الإسلامية في نجاحها .

جـ - إنشاء مؤشر إسلامي يقدم السعر العادل ليكون التعامل في السوق على أساسه .

على ذلك يكون التعريف الذي يقترحه الباحث للبورصة من منظور إسلامي هو :

**البورصة سوق منظمة تنعقد في مكان محدد وبصورة دورية ، يحكمها وينظم التعامل فيها ضوابط شرعية ، يرتادها المتعاملون لتداول أسهم الشركات بالسعر العادل ، للمشاركة في ملكيتها للحصول على الربح الناتج من النشاط ، وتهدف إلى المساهمة في إحداث التنمية الشاملة وتحقيق التكامل الاقتصادي بين الدول الإسلامية .**

بالرجوع إلى التعريف المقترح يتضح أن :

- المقصود " **بسوق منظمة** " أنها سوق يتم التعامل فيها وإدارتها وفق قواعد محددة.
- المقصود " **بالآليات الشرعية** " أن جميع اللوائح والقوانين والإجراءات والأعراف والتقاليد التي تنظم إدارتها وتحكم كافة عملياتها مستمدة من الشريعة الإسلامية .
- المقصود " **بأسهم الشركات** " الأسهم التي يصح إصدارها من الناحية الشرعية والتي تساوي بين الشركاء في الحقوق والواجبات وأن تكون لشركات نشاطها مشروع ولا تتعامل بالربا أخذاً أو عطاءً .
- يقصد " **بالسعر العادل** " السعر الحقيقي المحدد وفقاً للمعايير المحاسبية المتعارف عليها .
- المقصود " **بالمشاركة في ملكيتها** " أن يكون الأصل في تداول الأسهم بالشراء من قبل المشترين هو المشاركة في ملكية الشركات بغرض الحصول على نصيب السهم من الربح الناتج من النشاط في نهاية العام أو في نهاية أي فترة مالية لها مركز مالي يظهر نتيجة النشاط ، وأن يكون تداول الأسهم بالبيع للحصول على السيولة لمواجهة المتطلبات الخاصة للبائعين استثناءً من الأصل .
- كذلك أظهر التعريف بوضوح دور البورصة الرئيسي في تعظيم قيمة العمل عن طريق المساهمة في ملكية الشركات المنتجة في مختلف القطاعات الاقتصادية تحقيقاً لقوله تعالى " **وَقُلِ اعْمَلُواْ فَسَيَرَى اللّهُ عَمَلَكُمْ وَرَسُولُهُ وَالْمُؤْمِنُونَ** " [1] مما يساعد في إحداث التنمية الشاملة ( العمران ) امتثالاً لقوله تعالى " **هُوَ أَنشَأَكُم مِّنَ الأَرْضِ وَاسْتَعْمَرَكُمْ فِيهَا** " [2] والاستعمار يعني البناء في الأرض والعمارة بكافة أشكالها وأنواعها وغرس الأشجار والنهوض بتكاليف الخلافة فيكون الخير الوفير للناس [3] ، وبالعمل والتنمية يتحقق الهدف الأسمى المتمثل في التكامل الاقتصادي بين الدول الإسلامية تصديقاً لقوله تعالى " **إِنَّ هَذِهِ أُمَّتُكُمْ أُمَّةً وَاحِدَةً** " [4].

---

[1] سورة التوبة ، الآية 105 .

[2] سورة هود ، الآية 61 .

[3] سيد قطب ، في ظلال القرآن ، دار العلم للطباعة والنشر ، جدة ، ط 12 ، 1986 ، ج 4 ص 1905 .
- د. محمد سليمان عبدالله الأشقر ، زبدة التفاسير ، دار النفائس ، الأردن ، ط 5 ، 2006 , ص 228.

[4] سورة الأنبياء ، الآية 92 .

## المبحث الثاني

## تنظيم وإدارة البورصة ووظائفها الإقتصادية

يقصد بتنظيم وإدارة البورصة ذلك الهيكل التنظيمي والإداري الذي من خلاله يتم وضع اللوائح وتحديد الإجراءات وإصدار القرارات التي تنظم العمل بما يكفل تنفيذ المعاملات في البورصة بطريقة سهلة ومنضبطة في ذات الوقت [1] ، لتحقيق الوظائف الاقتصادية التي من أجلها نشأت البورصات .

يشتمل هذا المبحث على النقاط التالية :

**1-2-1 طرق تنظيم البورصات في العالم .**

**2-2-1 الهيكل الإداري للبورصة .**

**3-2-1 التقسيم الوظيفي للبورصة .**

**4-2-1 الوظائف الاقتصادية للبورصة .**

**5-2-1 سلبيات البورصات القائمة وفق النظام الاقتصادي الرأسمالي .**

---

[1] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 315 .

### 1-2-1 طرق تنظيم البورصات في العالم

حيث أن القواعد والإجراءات التنظيمية والإدارية من الأمور الدنيوية المباحة ، وقد قال الرسول صلى الله عليه وسلم **" أنتم أعلم بأمر دنياكم "** [1] ، لذا ليس هناك ما يدعو إلى إصدار أحكام فقهية بالحل أو الحرمة بشأن هذه القواعد والإجراءات ، وإنما سنوكلها إلى مبادئ الإسلام العامة المتعلقة بتحقيق مصالح العباد والبلاد وعدم الإضرار وضرورة إتقان العمل .

عليه سوف يتم عرض طرق تنظيم البورصات في العالم فما توافق منها مع هذه المبادئ يتم إقراره والعمل به ، وما تعارض منها مع هذه المبادئ يتم استبعاده ووضع القواعد والإجراءات البديلة التي تتوافق مع مبادئ الإسلام العامة .

هناك ثلاث طرق لتنظيم البورصات في العالم هي :

**أولاً : الطريقة الحرة**

يترك فيها للأفراد حرية تكوين جمعية تحدد شروط عقد الاجتماعات واللوائح التي تنظم عمليات البيع والشراء بدون تدخل الدولة ، وهذه الطريقة متبعة في إنجلترا ، حيث تدار سوق لندن بواسطة مجلس إدارة يتمتع بصلاحيات واسعة ولا تخضع سوق لندن لأي إشراف حكومي من أي نوع كان [2] .

**ثانياً : الطريقة الحكومية**

فيها توضع البورصات تحت إشراف الحكومة بواسطة مندوبين للحكومة مهمتهم وضع اللوائح والاشتراك في وضع التسعيرة [3] ، وتحديد الشروط الواجب توافرها في العمليات والمتعاملين ، وبعض هذه البورصات مكون من هيئات رسمية بحتة كما هو الحال في إيطاليا وفرنسا ومصر [4] .

**ثالثاً : الطريقة المختلطة**

هذه الطريقة تجمع بين الطريقتين السابقتين فهي تترك للأفراد الحرية في القيام بعمليات البيع والشراء ، ويكون الإشراف الحكومي فيها قاصراً علي منع الممارسات الخاطئة .

وتعتبر الطريقة المختلطة أفضل طريقة لتنظيم البورصات وهي الطريقة المتبعة في البورصات الأمريكية المنظمة حيث تتكون لجنة بورصة نيويورك من مجلس محافظين تمثل فيه الشركات المسجلة أسهمها في السوق وبيوت السمسرة ، وينتخب هؤلاء أعضاء البورصة ، كما يوجد في هذا المجلس ممثلين عن الحكومة [5] .

---

[1] صحيح مسلم ، دار التقوى ، القاهرة ، 2004 ، ج 15 ص 2833 ، كتاب الفضائل ، باب وجوب امتثال ما قاله شرعاً دون ما ذكره صلى الله عليه وسلم من معايش الدنيا على سبيل الرأي ، حديث رقم 2363 .

[2] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 55 ، 56 .

[3] ورد مصطلح التسعيرة في أكثر من مرجع ، والباحث يرى أن البورصة لا تمتلك ولا تشارك في تحديد الأسعار للأوراق المالية ، ويقتصر دورها على توفير المكان الملائم لالتقاء البائعين بالمشترين وتسجيل حركة الأسعار للعمليات التي تتم داخلها .

[4] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 56 .

[5] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 56 ، 57 .

### 2-2-1 الهيكل الإداري للبورصة

من خلال العرض السابق لطرق تنظيم البورصات في العالم تبين للباحث أن الهيكل الإداري لمختلف البورصات يشتمل على قاسماً مشتركاً يتكون من الإدارة العليا للبورصة ولجان البورصة وإن اختلفت المسميات .

**أولاً : الإدارة العليا للبورصة**

يكون على قمة الهرم الإداري للبورصة عادة لجنة عليا وتختلف تسميتها وطريقة تعيينها من سوق لآخر ، ففي سوق نيويورك للأوراق المالية مجلس الحكام ، وفي سوق لندن مجلس إدارة ، وفي سوق فرانكفورت وسوق اليابان مجلس محافظين ، وفي مصر لجنة البورصة وتتكون من رئيس ونائب رئيس وأمين صندوق . وعلى الرغم من اختلاف المسميات فإن المسئوليات والاختصاصات والمهام متطابقة إلى حد بعيد ، وتتمثل في ضمان تحقيق مصلحة المتعاملين عن طريق تنفيذ القوانين واللوائح المنظمة للتعامل في البورصة ، ومراقبة وتصحيح أي انحرافات في تطبيق اللوائح بما في ذلك توقيع العقوبات على المخالفين [1] .

**ثانياً : لجان البورصة**

هي لجان فرعية وظيفتها مساعدة الإدارة العليا على القيام بواجبها في تنظيم عمليات التبادل في البورصة بما يضمن حسن سير العمل ، وأهمها اللجان والهيئات التالية :

1. **هيئة التحكيم**

تختص بالفصل في الخلافات التي تقع بين أعضاء البورصة والوسطاء والمندوبين أو بين أحدهما وأحد العملاء بشرط أن يتفق الطرفان على التحكيم ، ويتمتع أعضاء هيئة التحكيم بخبرات قانونية وعملية تسمح لهم بتفهم النزاع والفصل فيه بصورة صحيحة [2] .

2. **لجنة التسعيرة**

وتقوم بنشر الأسعار التي تم بموجبها تداول فعلي للأوراق المالية المقيدة بالبورصة والتي تتضمن في العادة المعلومات التالية :

أ ـ أنواع الأوراق المالية المتداولة .

ب ـ الكمية المتداولة منها .

جـ ـ الأسعار التي يتم التداول بها .

د ـ أسعار الفتح .

هـ ـ أسعار الإقفال .

---

[1] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 84 ، 85 .
ـ د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 315 - 320 .
ـ رسمية أحمد أبو موسى ، مرجع سابق ، ص 47 - 80 .
[2] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 86 .

ولهذه اللجنة رفض إجراء العمليات التي ترمي إلى إفساد الأسعار كما يحق لها إلغاء العمليات المشتبه فيها ورفض قيدها في جدول الأسعار [1] .

**3. لجنة قيد الأوراق المالية**

مهمة هذه اللجنة هي قبول طلبات الشركات التي ترغب في إدراج أوراقها المالية في جدول التسعيرة مقابل قيام الشركات المعنية بسداد رسوم الاشتراك والتسجيل وذلك وفقاً للمعايير التي تتطلبها اللائحة العامة للسوق [2] .

**4. مجلس التأديب**

يختص المجلس بالفصل فيما يقع من مخالفات لأحكام قوانين البورصة ولوائحها ، وكذلك جميع المسائل التي تمس حسن سير العمل والنظام في البورصة ، وذلك سواء بمبادرة من المجلس ، أو بناء على شكوى من ذوي الشأن ، أو بطلب من لجنة البورصة ، أو مندوب الحكومة ، وتندرج العقوبات التأديبية التي يصدرها المجلس بين الإنذار والغرامة إلى الوقف والشطب [3] .

**5. لجنة قبول السماسرة [4]**

تختص بقبول السماسرة وفقاً لقوانين ولوائح البورصة وحسب الشروط الموضوعة لذلك ، مع تفصيل واسع لأنواع هؤلاء السماسرة واختصاصاتهم ، ووضع الامتحانات لهم وتصحيحها ، ومتابعة إجراءات قبولهم وقبول معاونيهم رسمياً كوسطاء ماليين في البورصة.

**6. لجنة المراقبة**

مهمتها مراقبة صحة تنفيذ القوانين واللوائح ، والمحافظة على النظام وحسن سير العمل بقاعة التداول ، ومتابعة درجة التزام السماسرة بتنفيذ أوامر عملائهم ، والتأكد من جدية المعاملات واكتمال إجراءات التسليم والتسلم . وتحيل اللجنة المخالف إلى مجلس التأديب ليتخذ العقوبة اللازمة للمخالفة [5] .

**7. غرفة المقاصة**

تختص بتسوية المعاملات بين البائعين والمشترين أو بين الدائنين والمدينين وفق قواعد محددة ونماذج معتمدة ، وذلك لتسهيل الاجراءات ، ومنع الخلافات بين المتعاملين بالبورصة [6] .

---

[1] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 322 .
- د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 87 .
[2] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 323 .
[3] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 86 .
[4] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 324 ، 325 .
[5] المرجع السابق مباشرة ، ص 325 .
[6] المرجع السابق مباشرة ، ص 326 .

وإلى جانب ما تقدم من هيئات ولجان يمكن استحداث لجان أخرى ، يكون من شأنها تسهيل التعامل في البورصة ، وتحقيق الشفافية مثل لجنة الإعلام ولجنة البحوث والتطوير وغيرها من لجان حسب ما تقتضيه الحاجة .

**3-2-1 التقسيم الوظيفي للبورصة**

تنقسم البورصة من الناحية الوظيفية إلى قسمين رئيسيين هما :

**أ - السوق الأولية**

يقصد بالسوق الأولية أو سوق الاصدارات الجديدة ، السوق الذي تنشأه مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجمهور أوراقاً مالية قامت بإصدارها لأول مرة ، لحساب منشأة أو جهة حكومية [1].

والاصدارات الجديدة لها ثلاثة أحوال :

أ ـ إصدار يتعلق بشركات تحت التأسيس تطرح أسهمها للاكتتاب العام لأول مرة.

ب ـ إصدار يمثل زيادة في رأس المال لشركات قائمة بالفعل من شركات الاكتتاب العام .

جـ ـ إصدار يمثل زيادة في رأس المال لشركات قائمة بالفعل من شركات الاكتتاب المغلق .

والمقصود بالاكتتاب المغلق أن شركة المساهمة لا تطرح أسهمها للاكتتاب العام وإنما تقصر الاكتتاب فيها على مؤسسي الشركة [2] .

**ب - السوق الثانوية**

" يقصد بالسوق الثانوية أو سوق التداول ، السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية بعد إصدارها من خلال السوق الأولية ، أي بعد توزيعها بواسطة بنوك الاستثمار أو البنوك التجارية أو المؤسسات المالية المتخصصة " [3] .

وكلا السوقين على درجة كبيرة من الأهمية ويتوقف كل منهما على الآخر . فالسوق الأولية لن تقوم إذا غابت السوق الثانوية التي تتداول فيها الأوراق المالية التي تصدر في السوق الأولية ، والسوق الثانوية لن يكون هناك حاجة إليها في غياب السوق الأولية .

أما من الناحية التنظيمية فإلى جانب السوق الثانوية المنظمة هناك أسواق أخرى غير منظمة تنشأها بيوت السمسرة ، وكبار التجار . ولا يوجد مكان محدد لهذه الأسواق وتتم المعاملات من خلال شبكة اتصالات تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين .

ويتم التعامل في الأسواق غير المنظمة على الأوراق المالية غير المسجلة في الأسواق المنظمة ، وتتحدد الأسعار بالتفاوض بين المتعاملين .

---

[1] د. منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية " الأسهم والسندات " ، منشأة المعارف ، الأسكندرية ، ط2 ، 2006 ، ص 33 .

[2] سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 44 .

[3] د. منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية " الأسهم والسندات " ، مرجع سابق ، ص 36 .

### 4-2-1 الوظائف الاقتصادية للبورصة

من الناحية النظرية نشأت البورصات في العالم للقيام بوظائف اقتصادية كثيرة ومهمة لا يمكن القيام بها في غيابها، فإذا عجزت البورصة عن آدائها فقدت أهم مقوماتها وأسباب وجودها :

فيما يلي يستعرض الباحث أهم تلك الوظائف التي يمكن إجمالها فيما يلي :

**أ - إيجاد سوق مستمرة لتداول الأوراق المالية**

البورصة عبارة عن سوق مستمرة تمكن المستثمر من تسييل الأوراق المالية التي لديه أو جزء منها بسرعة وسهولة وبأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة ممكنة [1] ، وذلك بصرف النظر عن سبب التسييل ، سواء كان الدافع الحاجة إلى السيولة المطلقة ( النقدية ) ، أو الانتقال من قطاع استثماري إلى قطاع آخر أكثر ربحية ، أو لأي سبب آخر .

**ب - سهولة استثمار رؤوس الأموال**

يمتاز الاستثمار في سوق الأوراق المالية بالسهولة واليسر وذلك بالمقارنة بصعوبة الاستثمار في مجالات أخرى ، فيمكن استثمار أي مبلغ كبيراً أم صغيراً ، ولأي مدة طالت أم قصرت [2] ، كما أن الاستثمار في البورصة لا يتطلب خبرات خاصة فيكفي أي شخص شراء أسهم في أي شركة للاستفادة بالعائد المتمثل في الأرباح الموزعة .

**جـ - تسجيل حركة الأسعار**

يتم تسجيل حركة الأسعار لجميع الصفقات وعروض البيع وطلبات الشراء ، والتي تتحدد من خلال تفاعل قوي العرض والطلب ، وتقوم إدارة السوق بإعلان نشرة أسعار رسمية ، يعتمد عليها الأفراد والمشروعات عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية [3] .

**د - تشجيع الادخار لتوجيهه نحو المشروعات**

يمثل الادخار ذلك الجزء من الدخل الذي لم يتم استهلاكه [4] ، وتحقق البورصة للمدخرين الأمان لرؤوس أموالهم مع إمكانية الحصول على عائد منتظم للورقة المالية المتعامل فيها ، بالإضافة إلى سهولة تسييل الأوراق المالية في أية لحظة ، مما يشجع المدخرين على توجيه مدخراتهم نحو المشروعات الاستثمارية المختلفة [5] .

**هـ - توفير فرص للاستثمارات قصيرة الأجل**

توفر البورصة عمليات الاستثمار الخاصة بالآجال القصيرة وذلك بالنسبة للأموال التي تفيض عن العمليات الجارية لبعض الشركات والأفراد بصفة مؤقتة ، ويتم استثمار هذه الفوائض في

[1] سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 38 .
[2] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 57 .
[3] سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 39 .
[4] د. نعمت عبد اللطيف مشهور ، أساسيات الاقتصاد الإسلامي ، جامعة الأزهر ، القاهرة ، ط 3 ، 2002 ، ص 279 .
- د. نعمت عبد اللطيف مشهور ، التنمية والتخطيط في الإسلام ، جامعة الأزهر ، القاهرة ، ب.ت ، ص 200 .
[5] إسلام أون لاين نت ، ألف باء بورصة ، الدار العربية للعلوم ، بيروت ، ط 1 ، 2006 ، ص 15 ، 16 .

الأوراق المالية التي توفرها البورصة وذلك للثقة الكاملة في إمكانية تحويل قيمتها إلى نقدية في أي وقت [1] .

**و - المساعدة في الرقابة على أداء الشركات**

تمثل البورصة سلطة رقابية خارجية وغير رسمية على أداء الشركات ، إذ تنعكس كافة القرارات التي تتخذها الشركة على أسعار تداول أوراقها المالية فور تطاير أية أنباء عنها إلى البورصة ، فترتفع أسعارها ثواباً أو تنخفض عقاباً ، فيكون تقلب السعر هنا بمثابة تقويم فوري للآداء [2] .

**ز - البورصة مرآة للنشاط الاقتصادي ومؤشر لاتجاهات التنبؤ**

إن البورصة تسجل من خلال التعامل دورات الانتعاش والركود وهي بذلك تعتبر عاكساً للنشاط الاقتصادي في صورة مؤشر لاتجاهات الأسعار ومعدلات الادخار والاستثمار ، كما تحدد البورصة الاتجاهات العامة للتنبؤ بحركة النشاط الاقتصادي في المستقبل ، حيث أن حجم المعـاملات يعتبـر مؤشراً لحجم الأموال السائلة ، وتشير الأرقام القياسية للأسعار إلى مدى نجاح المشروعات مـن عدمه [3] .

ما سبق كان عرضاً للوظائف الاقتصادية المطلوب تحقيقها بواسطة البورصات القائمة وفق النظام الاقتصادي الـرأسمالـي ، وحيـث أن البـاحـث يسعـى للتأصيـل لبورصة من منظور إسلامي ، فإنه من المهم الوقوف على مدى تحقيق هذه البورصات للوظائف الاقتصادية المنوطة بها ، ومحاولة التعرف على السلبيات التي تعوق هذه البورصات عن القيام بدورها المطلوب في خدمة النشاط الاقتصادي ، وذلك ليتضح لنا مدى الحاجة لإيجاد نموذج للبورصة من منظور إسلامي ، يكون له القدرة على خدمة النشاط الاقتصادي عامة ، وإحداث التنمية الاقتصادية والتعاون والتكامل بين الدول الإسلامية خاصة .

### 5-2-1 سلبيات البورصات

سيتم عرض أهم سلبيات البورصات القائمة وفق النظام الاقتصادي الرأسمالي وهي على النحو التالي :

**أ - نشأتها اعتماداً على المنـهج الرأسمالي الربوي**

" نشأت البورصات القائمة في الدول الإسلامية اعتماداً على المنهج الرأسمالي الغربي دون تطويع لكي يلائم الظروف الاقتصادية والاجتماعية والأخلاقية لتلك الدول ومعتقدات سكانها " [4] .

[1] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 50 .
[2] سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 41 .
[3] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 48 ، 49 .
[4] المرجع السابق مباشرة ، ص 57 .

وقد أدى ذلك إلى فتح الباب للتبعية للأسواق المالية الغربية وجلب أمراضها المتمثلة في الربا والاحتكارات .... إلخ .

**ب ـ ملكية الأوراق المالية لا تعبر حقيقة عن ملكية الأصول المادية للمشروعات**

إن تداول الأوراق المالية في البورصة يتعلق ببيع وشراء الحقوق المترتبة على الثروة دون المساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع من أراضي ومباني وآلات ومعدات ... إلخ .

فإذا كان الأمر كذلك فما سر صعود وهبوط أسعار الأوراق المالية في البورصات من يوم لآخر ، بل من لحظة لأخرى رغم عدم تغير الظروف الاقتصادية أو المراكز المالية للشركات التي يجري التعامل على أسهمها في هذه البورصات [1] .

والتفسير الذي يراه الباحث مقبولاً لهذا الأمر هو انفصام العلاقة تماماً بين ملكية الورقة المالية التي تباع وتشترى وبين الأصول المادية المملوكة للمشروع والتي تمثل أصل الثروة.

**جـ ـ أسعار الأوراق المالية المعلنة لا تعبر عن السعر العادل في كل الأحوال**

حقيقة الأمر أن البورصة لا تمتلك ولا تشارك في تحديد الأسعار بالنسبة للأوراق المالية ويقتصر دورها على توفير المكان الملائم لالتقاء البائعين بالمشترين من خلال الوسطاء والإعلان عن الأسعار الناتجة عن تفاعل قوي العرض والطلب عند أعلى سعر يعرضه المشترون وأدنى سعر يقبله أو يطلبه البائعون [2] . وهذه الأسعار لا تمثل بالضرورة السعر العادل لأسباب عديدة منها البيع على المكشوف وهو بيع أسهم غير مملوكة ( مقترضة ) على أمل انخفاض الأسعار وإعادة شراءها ، واستغلال السماسرة لثقة العملاء فيهم بإبرام صفقات احتيالية عن طريق تزويد العملاء ببيانات مضللة ، والشراء بغرض الاحتكار لأوراق مالية معينة لبيعها فيما بعد للراغبين بالسعر الذي يراه المحتكر ، إلى غير ذلك من الممارسات الخاطئة وغير الأخلاقية التي تحدث في البورصات .

**د ـ تطفل نشاط المغامرة والمقامرة ( المضاربة بمفهومها الغربي ) على المعاملات الحقيقية**

إن التسهيلات الائتمانية المقدمة من البنوك للمتعاملين في البورصة ، والسماح بالتداول الآجل للأوراق المالية يؤديان إلى ارتفاع أحجام وأسعار التداول دون أن يكون هذا الارتفاع انعكاساً لنشاط الشركات ومعدلات أدائها وما حققته من أرباح ، وبذلك يتطفل نشاط المغامرة والمقامرة على عمليات البيع والشراء الحقيقية ، وتأخذ سوق الأوراق المالية اتجاه مستقل تماماً عن سوقي العمل والإنتاج .

---

[1] سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 37 ، 38 ، 56 .

[2] المرجع السابق مباشرة ، ص 58 ، 401 .

**هـ - تداول الأسهم بالبورصة لا يعدو عن كونه نقل ذمم مالية بين أطراف مختلفة دون تحقيق أي قيمة مضافة إلى الاقتصاد**

إن تداول الأسهم بالبورصة ( السوق الثانوية ) مهما بلغ حجمه لا يتعدى نقل الملكية من طرف إلى آخر دون أي فائدة تعود على الشركات المصدرة لتلك الأوراق المالية [1] ، حيث لا يصل إليها أي أموال تساعدها في تطوير الآداء أو زيادة الانتاج ناهيك عن تحسين ظروف العاملين بتلك الشركات ، وليس هذا فحسب بل إن بعض الشركات تستثمر فائض العمليات الجارية لديها في البورصة ، وهو ما يعني عدم تحقيق أي قيمة مضافة إلى الاقتصاد .

**و - الاستثمار في البورصة يهدر قيمة العمل ويساعد على زيادة معدلات البطالة**

تمثل سهولة الاستثمار في البورصة ، بالإضافة إلى سرعة الحصول على أرباح نتيجة تقلبات الأسعار مقارنة بصعوبة الاستثمار في المجالات الأخرى إغراءاً للأفراد والشركات على الاستثمار في البورصة ، وقد دفع هذا البعض إلى تصفية أعمالهم التجارية أو بيع ممتلكاتهم لاغتنام فرصة الربح السريع ، فإن تحقق الربح فيكون على حساب إهدار قيمة العمل في النفوس ، وإن كانت الخسارة فإنها تهدر الثروات والمدخرات اللازمة لإقامة النشاط الاقتصادي القادر على خلق فرص عمل جديدة مما يؤدي إلى زيادة معدلات البطالة .

**ز - البورصة لا تعبر عن النشاط الاقتصادي بصورة حقيقية**

إن زيادة حجم التعامل وارتفاع أسعار التداول نتيجة تطفل المغامرة والمقامرة ( المضاربة بمفهومها الغربي ) دون أن يكون هذا الارتفاع انعكاساً لنشاط الشركات ومعدلات أدائها وما حققته من أرباح لا يمكن أن يعبر بأي حال عن النشاط الاقتصادي بصورة حقيقية .

ومثال على ذلك ما ذكره الدكتور / عدنان بن عبد الله الشيحة [2] بإسهاب عن السوق السعودية للأوراق المالية وما يحدث فيها من وضع غريب أشبه ما يكون بلعبة قمار عنه سوق للأسهم ، فلا قوائم مالية تؤخذ في الحسبان ولا الأداء المالي للشركات ومكرر الربح للسهم ولا إنتاجيتها ولا الطلب المستقبلي على منتجاتها ولا نمو القطاع أو الصناعة وتوجهاتها المستقبلية كل ذلك لا يلتفت إليه ، وعوضاً عن ذلك يعتمد على مؤشر قيمة السهم صعوداً ونزولاً .

ويذكر بمزيد من الإيضاح بأن بعض الشركات في سوق الأوراق المالية لم يبدأ نشاطها بعد **!** وأخرى وهمية تحمل اسماً رناناً دون حتى مقر **!** وشركات تعلن عن خسائرها جهاراً نهاراً على صفحات الجرائد ومع ذلك قيمة أسهمها في ارتفاع متزايد وبسرعة الصاروخ **!**.

[1] http://64.246.58.199/artc.php?id=10919
[2] www.doroob.com/?p=7592

**ح - عدم مشاركة البورصة بدور واضح في إحداث التنمية الاقتصادية**

" إن الهدف من إنشاء أسواق الأوراق المالية هو مساهمتها في جذب المدخرات وتمويل المشروعات التنموية ، إلا أن البيانات المتوفرة عن حجم وقيمة إصدارات الأسهم الجديدة الصادرة عن أسواق الأوراق المالية القائمة في البلادالإسلامية تشير إلى أنها لم تكن تمثل في أية فترة من الفترات وزناً أساسياً ومهماً سواء بالقياس إلى حجم المدخرات المتوفرة ، أو إلى حجم الاستثمارات المتحققة " [1] .

ويتضح ذلك من خلال معرفة أن الشركات الأكثر حظوة لدى السوق من حيث سهولة حصولها على الأموال هي القطاعات المالية والعقارية وبعض الأنشطة الخدمية ، أما القطاع الصناعي والذي يضطلع بدور رئيسي في التنمية الاقتصادية للبلاد ، فيعتمد على دعم الدولة وتحملها لجزء كبير من المخاطر المرتبطة بنشاطه .

[1] أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 74 ، 75 .

## المبحث الثالث

## السوق بين الاقتصاد الوضعي والاقتصاد الإسلامي

سنتناول في هذا المبحث تعريف السوق بمفهومه الشامل مع بيان وجه الشبه والاختلاف بين البورصات والأسواق ، ثم نستعرض الأنظمة الاقتصادية الوضعية ومكانة السوق في كل منها مقارنة بالنظام الاقتصادي الإسلامي ومكانة السوق فيه ، وذلك من خلال النقاط التالية :

**1-3-1 تعريف السوق .**

**2-3-1 وجه الشبه والاختلاف بين البورصات والأسواق .**

**3-3-1 الأنظمة الاقتصادية ومكانة السوق في كل منها .**

**4-3-1 النظام الاقتصادي الإسلامي ومكانة السوق فيه .**

**1-3-1 تعريف السوق**

" السوق عبارة عن مجموعة من الأنظمة أو الترتيبات التي من خلالها يتم التفاهم بين المشترين للسلعة أو الخدمة والبائعين لها ، لتحقيق التبادل فيما بينهم حسب شروط محددة تم الاتفاق عليها بين الطرفين " [1] .

هناك سوق لكل سلعة أو خدمة تعكس لنا نتائج المبادلات من بيع وشراء ، ولا يشترط أن يكون للسوق مكان محدد يلتقي فيه البائعون والمشترون . وقد تكون الأسواق محلية حيث يتم فيها اللقاء المباشر بين البائعين والمشترين وجهاً لوجه ، كما توجد أسواق دولية أكثر تعقيداً إذ يتم التبادل فيها وإنجاز الصفقات بالهاتف أو الفاكس أو الإنترنت أو غيرها من وسائل الاتصالات الحديثة بدون أي لقاء شخصي بين طرفي عملية التبادل .

**2-3-1 وجه الشبه والاختلاف بين البورصات والأسواق**

يرى الباحث أنه من الأهمية التطرق إلى وجه الشبه والاختلاف بين البورصات والأسواق ، والعلاقة بين البورصات السلعية وبورصات الأوراق المالية ، آخذاً في الاعتبار هدف الدراسة المتعلق بالتأصيل لبورصة من منظور إسلامي .

**أ - وجه الشبه بين البورصات والأسواق**

تتشابه بورصات التجارة وبورصات الأوراق المالية مع الأسواق في أن كلاً منهما محل للبيع والشراء والأخذ والعطاء ، وتلتقي فيها قوى العرض والطلب وتتحدد على أساسها الأثمان . والسوق أعرق وأشمل من البورصة ، وتعتبر البورصة وليدة السوق وجزء منه ، إلا أنها تتميز عن السوق بكونها منظمة وتحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد ، لذلك تنسحب كلمة السوق على البورصة بينما لا تنسحب كلمة البورصة على السوق لأن الفرع ينسب إلى أصله والعكس ليس صحيحاً [2] .

**ب - وجه الاختلاف بين بورصات التجارة والأسواق**

تختلف بورصات التجارة عن الأسواق من عدة وجوه :

- تتم الصفقات في الأسواق على سلع موجودة بأعيانها بينما تعقد الصفقات في البورصة على عينات أو بالوصف الشامل للسلعة .
- يحصل التعامل في الأسواق على كل أنواع السلع أما في البورصة فلابد من توافر بعض الشروط في السلع حتى تكون محلاً للتعامل كالقابلية للإدخار والتخزين ، وأن تكون غير

---

[1] د. محمود حسن صوان ، أساسيات الاقتصاد الإسلامي ، دار المناهج للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2004 ، ص 169 .
[2] سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 34 .

قابلة للتلف أو سريعة العطب ، وأن تكون من المثليات التي يقوم بعضها مقام بعض عند الوفاء دون حاجة إلى معاينة .

- تكون الأسعار في الأسواق ثابتة لا تؤثر الأسواق فيها لقلتها ، بينما تؤثر البورصة على مستوى الأسعار لكثرة ما يعقد فيها من صفقات ، ومع هذا مطلوب زيادة حجم التعامل باستمرار لذلك وصفت البورصة بأنها كجهنم [1].
- يتم الإعلان عن السعر في البورصة يومياً بينما قد لا يتم الإعلان عن السعر للجمهور في الأسواق .
- تنعقد الأسواق في مواعيد متباينة وأماكن مختلفة في حين تجري التعاملات بالبورصات يومياً وفي أماكن ثابتة .
- في الأسواق يلتقي البائعون بالمشترين ويحصل المشتري على السلعة في الحال بعد دفع ثمنها فوراً أو بعد أجل معين للسداد ، في حين أن العمليات في البورصة تتم عن طريق الوسطاء المعتمدين لديها ولا يلتقي البائعون بالمشترين ولا يعرف بعضهم بعضاً ، ولا يتم التسليم فور عقد الصفقات إذا كانت البيوع فورية ، وليس هناك ما يمكن تسليمه إذا كانت البيوع آجلة .

**جـ - وجه الاختلاف بين سوق الأوراق المالية وغيرها من الأسواق**

تختلف سوق الأوراق المالية عن غيرها من الأسواق في أن التعامل في الأسواق يتم على الثروة ذاتها ، بينما يجري التعامل في أسواق الأوراق المالية على أسهم تمثل حقوق مترتبة على هذه الثروة دون المساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع .

**د - العلاقة بين البورصات السلعية وبورصات الأوراق المالية [2]**

تتمثل العلاقة بين البورصات السلعية وبورصات الأوراق المالية في علاقة متغير تابع وهي أسواق الأوراق المالية بمتغير مستقل وهي البورصات السلعية ، وهذا يكشف عن حساسية حركة التعامل واتجاهات الأسعار في بورصات الأوراق المالية لاتجاهات الأسعار في البورصات السلعية .

تفصيل ذلك أن الشركات التجارية والصناعية التي تقوم بتوفير احتياجاتها أو تصريف منتجاتها من خلال بورصات التجارة عن طريق البيع والشراء ، يتم في ذات الوقت التعامل على أسهمها في بورصات الأوراق المالية ، باعتبار الأسهم عروض تجارة قائمة بذاتها بغض النظر عن كونها تمثل صك ملكية لنصيب أو حصة شائعة في أصول وموجودات شركة لها أنشطة تجارية أو إنتاجية محددة. لذلك فإن تقلبات الأسعار صعوداً وهبوطاً في البورصات التجارية تنعكس في الحال على أسعار تداول أسهم هذه الشركات في بورصات الأوراق المالية .

[1] أ.د. وهبة الزحيلي ، المعاملات المالية المعاصرة ، دار الفكر ، دمشق ، 2002 ، ص 484 .
[2] سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 36 .

### 1-3-3 الأنظمة الاقتصادية ومكانة السوق في كل منها

الأفكار والآراء الاقتصادية قديمة قدم الإنسان نفسه ، إنما تتفاوت في درجة عمقها وشموليتها وذلك تبعاً للظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والبيئية والعقائدية المحيطة بها [1] . ففي حضارة مصر القديمة يخبرنا القرآن الكريم عن قصة نبي الله يوسف عليه السلام الذي تبنى سياسة اقتصادية أنقذ بها مصر وما جاورها من مجاعة محققة **" يُوسُفُ أَيُّهَا الصِّدِّيقُ أَفْتِنَا فِي سَبْعِ بَقَرَاتٍ سِمَانٍ يَأْكُلُهُنَّ سَبْعٌ عِجَافٌ وَسَبْعِ سُنبُلاَتٍ خُضْرٍ وَأُخَرَ يَابِسَاتٍ لَّعَلِّي أَرْجِعُ إِلَى النَّاسِ لَعَلَّهُمْ يَعْلَمُونَ قَالَ تَزْرَعُونَ سَبْعَ سِنِينَ دَأَبًا فَمَا حَصَدتُّمْ فَذَرُوهُ فِي سُنبُلِهِ إِلاَّ قَلِيلاً مِّمَّا تَأْكُلُونَ ثُمَّ يَأْتِي مِن بَعْدِ ذَلِكَ سَبْعٌ شِدَادٌ يَأْكُلْنَ مَا قَدَّمْتُمْ لَهُنَّ إِلاَّ قَلِيلاً مِّمَّا تُحْصِنُونَ ثُمَّ يَأْتِي مِن بَعْدِ ذَلِكَ عَامٌ فِيهِ يُغَاثُ النَّاسُ وَفِيهِ يَعْصِرُونَ " [2]** . لقد فهم يوسف عليه السلام الحلم وأخبرهم بما يصنعون لمواجهة الأزمة المنتظرة ، وطلب من ملك مصر أن يجعله على خزائن الأرض ليديرها مستفيداً في ذلك بما حباه الخالق من علم وبصيرة **" قَالَ اجْعَلْنِي عَلَى خَزَآئِنِ الأَرْضِ إِنِّي حَفِيظٌ عَلِيمٌ " [3]** . ومسئوليات وظيفة يوسف عليه السلام أشبه ما تكون بمسئوليات وزراء التخطيط والمالية والاقتصاد والتموين والتجارة والزراعة .

وتطور الأفكار والآراء عبر العصور أدى إلى ظهور النظم الاقتصادية الوضعية السائدة في عصرنا الحديث ، وبداية يجب التأكيد على أنه لا يمكن عزل أي نظام اجتماعي أو اقتصادي عن جذوره العقيدية . وكل نظام اجتماعي أو اقتصادي يهدف إلى تحقيق المصلحة بجلب النفع ودفع الضرر ، والمصلحة قد تكون خاصة أو عامة ، وقد تتعارضان . ومن هنا تختلف النظم الاجتماعية والاقتصادية بحسب موقفها من هاتين المصلحتين [4] .

فالمذهب الفردي والنظم المتفرعة عنه كالرأسمالية تجعل الفرد هدفها فتهتم بمصلحته أولاً وتقدمه على المجتمع ، ويبرر ذلك بأنه حين يرعى مصلحة الفرد إنما يحقق بطريقة غير مباشرة مصلحة الجماعة ، حيث أن المجتمع ليس إلا مجموعة من الأفراد .

والمذهب الجماعي والنظم المتفرعة عنه كالاشتراكية ، تجعل المجتمع هدفها فتهتم بمصلحته أولاً وتقدمه على الفرد ، ويبرر ذلك بأنه حين يرعى مصلحة المجتمع إنما يحقق بطريقة غير مباشرة مصلحة الفرد ، إذ الفرد لا يعيش إلا في مجتمع وإن قيمته هي بحسب قيمة مجتمعه ، وإن تقدمه وتفتح ملكاته هي بحسب درجة نمو هذا المجتمع وتطوره [5] .

وفيما يلي عرض لأهم تلك النظم ومكانة السوق في كل منها :

---

[1] د. سعيد سعد مرطان ، مدخل للفكر الاقتصادي في الإسلام ، مؤسسة الرسالة ، بيروت ، ط 2 ، 2004 ، ص 17 .
[2] سورة يوسف ، الآية 46 - 49 .
[3] سورة يوسف ، الآية 55 .
[4] د. محمد شوقي الفنجري ، الوجيز في الاقتصاد الإسلامي ، دار الشروق ، القاهرة ، 1994 ، ص 55 - 56 .
[5] د. نعمت عبد اللطيف مشهور ، التنمية والتخطيط في الإسلام ، مرجع سابق ، ص 100 .
- د. محمد شوقي الفنجري ، مرجع سابق ، ص 56 .

**أولاً : النظام الاقتصادي الرأسمالي**

يعني ذلك النظام المؤسس على قواعد العرض والطلب دون تدخل من الحكومات بالتقييد ، ويترك للأفراد حريتهم في التعامل طالما يحقق لهم ربحاً ، ولا يوجد من يوجه المشاركين لما يجب أن يفعلوه ، فالأسواق حرة أو تنافسية ، وليس هناك عوائق قانونية تحد من دخول البائعين أو المشترين ، ويقتصر الدور الحكومي على تحديد حقوق الملكية وتنفيذ العقود وحماية الناس من الخداع وغيرها من الأنشطة المشابهة لذلك [1] .

تقوم فلسفة هذا النظام على مبدأ الحرية ، فهم يتصورون الكون آلة حركها الله سبحانه وتعالى ، ثم تركها تدور بدون تدخل ، وبذلك تم تأليه الإنسان على الأرض ، وعلى أساس ذلك نما نظام المنافسة الحرة [2] .

**مكانة السوق في النظام الرأسمالي**

السوق في ظل المنافسة الحرة هو الذي يحدد نوع المنتج ، وكيفية إنتاجه ، والمقدم إليهم هذا الإنتاج ، ويوصل كافة المعلومات عن السلعة أو الخدمة إلى صانعي قرارات إنتاجها ، ويقوم بالتنسيق بين اختيارات المشترين والبائعين ويحقق التوافق بين قراراتهم ، وبذلك تتوافر للسوق الحرية الكاملة والمطلقة دون قيود أو حدود .

" وإذا كان النظام الرأسمالي قد أدى إلى مزايا أهمها : إطلاق الباعث الشخصي والمبادرة الفردية وبواعث الرقي . إلا أنه أدى إلى مساوئ أهمها : اتجاه النشاط الاقتصادي إلى تحقيق أكبر قدر من الربح بغض النظر عن الحاجات العامة الأساسية ، وانتشار البطالة والأزمات الاقتصادية والاحتكار وسوء توزيع الثروة وتفاقم ظاهرة التفاوت والصراع بين الطبقات " [3].

**ثانياً : النظام الاقتصادي الاشتراكي**

هو ذلك الاقتصاد الذي تمتلك فيه الدولة جميع عناصر الإنتاج كالأرض والمصانع والآلات وتتخذ القرارات الاقتصادية من خلال جهاز التخطيط بدلاً من جهاز الأثمان في النظام الرأسمالي [4] .

تقوم فلسفة هذا النظام على أساس أن هيمنة الفرد وملكيته لوسائل الإنتاج تؤدي إلى استغلال الطبقة العاملة وفقرها مما يثير هذه الطبقة ويدفعها للاتحاد حتى تقضي على مؤسسات النظام الرأسمالي ليحل محله النظام الاشتراكي . لقد استغل " ماركس " الحقد المشتعل في قلوب العمال وشهّر بكل وسيلة باستغلال رجال الأعمال لهم ، وبدلاً من أن يدعو إلى العدالة شحذ أسلحة

---

[1] د. نعمت عبد اللطيف مشهور ، التنمية والتخطيط في الإسلام ، مرجع سابق ، ص 98 .
- د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 21 .
[2] يوسف كمال ، الإسلام والمذاهب الاقتصادية المعاصرة ، دار الوفاء ، المنصورة ، ط 1 ، 1986 ، ص 5 .
[3] د. محمد شوقي الفنجري ، مرجع سابق ، ص 56 .
[4] د. سعيد سعد مرطان ، مرجع سابق ، ص 31 .

الصـراع الطبقي ودمر الملاك باسم الاشتراكية ثم استغل ذلك التيه والضلال عند المسيحيين في أوروبا ليشهر بالدين كله واعتبره أفيون الشعوب ووسيلة الاستغلال [1] .

**مكانة السوق في النظام الاشتراكي**

ليس للسوق في النظام الاشتراكي دور في تحديد نوع المنتج وكيفية إنتاجه ، ولا يقوم بالتنسيق بين اختيارات المشترين والبائعين ، ويتم ذلك كله بواسطة التخطيط المركزي الذي يعتبر بديلاً عن قوى السوق .

وإذا كان النظام الاشتراكي من الناحية النظرية يهدف إلى تحقيق مزايا أهمها : ضمان إشباع الحاجات العامة وتلافي البطالة والأزمات الاقتصادية ، فضلاً عن رعاية مصلحة الأغلبية العاملة ومعالجة سوء توزيع الثروة . إلا أنه أدى إلى مساوئ أهمها : ضعف الحوافز الشخصية والمبادرات الفردية وباعث الرقي الاقتصادي فضلاً عن التعقيدات الإدارية وتحكم البيروقراطية وضياع الحرية الشخصية التي هي جوهر الإنسانية [2] .

## 4-3-1 النظام الاقتصادي الإسلامي

إن الاقتصاد الإسلامي هو ذلك " العلم الذي يبحث في كيفية إدارة واستغلال الإنسان للموارد الاقتصادية النادرة لسد حاجات أفراد المجتمع الإسلامي الروحية والمادية ، في ظل أحكام الشريعة السمحاء " [3] .

كما يعني " الفرع من المنهج الإسلامي الشامل المختص بدراسة حركة الإنسان المستخلف في الكون ، وعلاقته بمختلف المتغيرات الاقتصادية ، في إطار الالتزام بالقيم والمبادئ والضوابط العامة المستمدة من المصادر الشرعية " [4] .

ترتكز فلسفة النظام الاقتصادي الإسلامي على البعد التعبدي النابع من أن الإنسان " خليفة الله في الأرض " ، وعليه أن يأتمر بأوامره وينتهي عن نواهيه ، وبذلك يتم الجمع بين الروح والمادة في الاقتصاد ، فتنشأ خاصة الإحساس بالله تعالى ومراقبته في كل نشاط اقتصادي .

ينفرد النظام الاقتصادي الإسلامي بمذهبية اقتصادية متميزة لا ترتكز أساساً على الفرد شأن المذهب الرأسمالي ، ولا على المجتمع شأن المذهب الاشتراكي ، وإنما توازن بين مصلحة الفرد ومصلحة المجتمع ، وأساس ذلك هو أن كلاً من المصلحتين الخاصة والعامة يكمل كلاهما الآخر

[1] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 25 ، 26 .
[2] د. محمد شوقي الفنجري ، الوجيز في الاقتصاد الإسلامي ، مرجع سابق ، ص 57 .
[3] د. محمود حسن صوان ، مرجع سابق ، ص 32 .
[4] د. نعمت عبد اللطيف مشهور ، أساسيات الاقتصاد الإسلامي ، مرجع سابق ، ص 13 ، 22 .

، وفي حماية أحدهما حماية للآخر [1] . وهو ما يعبر عنه بالوسطية كما في قوله تعالى **" وَكَذَلِكَ جَعَلْنَاكُمْ أُمَّةً وَسَطًا "** [2] .

وقد تميز بذلك عن النظام الاقتصادي الرأسمالي الذي يقوم على أساس فصل الدين عن الاقتصاد واعتبار العامل الاقتصادي هو المحرك الحقيقي والمؤشر السليم لتقدم البشرية . وتميز عن الماركسية التي لم تكتف بفصل الدين عن الحياة الاقتصادية بل أنكرت الأديان وحاربتها باعتبارها عائقاً للتقدم الاقتصادي [3] .

**مكانة السوق في النظام الإسلامي [4]**

للسوق مكانة كبيرة في النظام الاقتصادي الإسلامي ، فمن خلاله يتم توجيه الإنتاج ، وضمان التوزيع العادل للثروة والدخل بما يحقق عدالة توزيع السلع والخدمات بين المستهلكين ، وذلك لما للسوق من دور في تحديد الأجور , والربح ، والريع ، وهي قريبة من سوق المنافسة الكاملة مع تميزها عليها بتلافي مساوئها الناتجة عن ممارسات المتعاملين الخاطئة ، المتمثلة في الاحتكار ، والربا ، والبطالة .

إن أهمية السوق في النظام الاقتصادي الإسلامي تتضح من الإشارة إليه وذكره صراحة في عدة مواضع من كتاب الله فقد امتن الله على قريش بأن سهل لهم الوصول إلى أهم الأسواق في عصرهم حيث يقول تعالى **" لِإِيلَافِ قُرَيْشٍ إِيلَافِهِمْ رِحْلَةَ الشِّتَاءِ وَالصَّيْفِ فَلْيَعْبُدُوا رَبَّ هَذَا الْبَيْتِ الَّذِي أَطْعَمَهُم مِّن جُوعٍ وَآمَنَهُم مِّنْ خَوْفٍ "** [5] .

وقد عاب القرآن الكريم على العرب إنكارهم على النبي المشي في الأسواق لاعتقادهم بأن ذلك يتنافى مع الهيبة والإجلال وينبغي أن يكون النبي بعيداً عن هذه الأماكن فقال تعالى على لسانهم **" مَالِ هَذَا الرَّسُولِ يَأْكُلُ الطَّعَامَ وَيَمْشِي فِي الأَسْوَاقِ "** [6] ورد عليهم بقوله تعالى **" وَمَا أَرْسَلْنَا قَبْلَكَ مِنَ الْمُرْسَلِينَ إلا إِنَّهُمْ لَيَأْكُلُونَ الطَّعَامَ وَيَمْشُونَ فِي الأَسْوَاقِ "** [7] .

ولما تأثم المسلمون أن يشتغلوا بالتجارة في مواسم الحج نزل قوله تعالى **" لَيْسَ عَلَيْكُمْ جُنَاحٌ أَن تَبْتَغُواْ فَضْلاً مِّن رَّبِّكُمْ "** [8] ، وقد حظيت التجارة التي هي أساس التعامل في الأسواق بكثير من النصوص الشرعية ، وعني الإسلام بوضع القواعد والأحكام والنصائح التي توجه هذا النشاط البالغ الأهمية إلى الطريق المستقيم الذي يحقق مصلحة الأفراد والجماعات على حد سواء .

---

[1] د. محمد شوقي الفنجري ، الوجيز في الاقتصاد الإسلامي ، مرجع سابق ، ص 57 .
[2] سورة البقرة ، الآية 143 .
[3] د. سعيد سعد مرطان ، مرجع سابق ، ص 54 .
[4] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 27 ، 28 .
[5] سورة قريش .
[6] سورة الفرقان ، الآية 7 .
[7] سورة الفرقان ، الآية 20 .
[8] سورة البقرة ، الآية 198 .

كما ورد لفظ السوق والأسواق في السنة النبوية كثيراً حتى خصص بعض أصحاب السنن والصحاح أبواباً خاصة بالسوق فقد ذكر البخاري ثلاثة أبواب لها في كتاب البيوع ، ترجم الأول : باب الأسواق التي كانت في الجاهلية فتبايع بها الناس في الإسلام ، وترجم الثاني : باب ماذكر في الأسواق ، وترجم الثالث : باب كراهية الصخب في الأسواق [1] .

**مزايا السوق الإسلامية**

يظهر تميز تطبيق الحلول الاقتصادية الإسلامية عن غيرها من الحلول الرأسمالية والاشتراكية في ثلاثة مجالات رئيسية هي : مجال الحرية الاقتصادية وتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي ، ومجال الملكية ، ومجال التوزيع [2] .

**أ - في مجال الحرية الاقتصادية وتدخل الدولة**

الحرية الاقتصادية للأفراد في الإسلام حرية حقيقية والمنافسة الحرة الشريفة هي أساس الاقتصاد الإسلامي ، فالأفراد والشركات لهم حرية العمل في الإنتاج المباح بدافع المصلحة الخاصة ، بشرط ألا يؤدي ذلك إلى الضرر بالآخرين .

يتحدد السعر العادل للسلعة أو الخدمة بالتفاعل الحر بين قوى العرض والطلب ، ويقصد بالسعر العادل السعر الذي ينال رضا أطراف التبادل في السوق بحيث يغطي تكاليف الانتاج ومعدل ربح عادي ، ناتج عن حرية منافسة مشروعة بدون اتفاق أو تواطؤ بين فئات المنتجين أو البائعين أو فئات المشترين.

تتمتع جميع عمليات التبادل الداخلية أو الخارجية بالشفافية المطلقة ، وتعتمد على أسس متينة من الصدق والأمانة وبدون أي غش أو خداع أو تضليل ، والالتزام ببيع السلع حسب مواصفاتها الحقيقية وليس المغالاة في الدعاية والإعلان وذلك لمنع الضرر عن المشترين والبائعين .

فالحرية الاقتصادية للأفراد ، وتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي وانفرادها ببعض أوجه هذا النشاط ، يكمل كل منهما الآخر ، فكلاهما يقره الإسلام في وقت واحد ، وكلاهما أصل وليس استثناء ، وكلاهما مقيد وليس مطلق .

إن حرية الأفراد في ممارسة النشاط الاقتصادي لا تبيح لهم إنتاج المحرمات كالخمور ، ولا تجيز لهم التعامل بالربا أو الاحتكار ، ولا تخولهم حبس المال عن الإنتاج أو صرفه على غير مقتضى العقل ، ولا تسمح لهم بالإضرار بحقوق الآخرين أو المغالاة في تحديد أسعار السلع والخدمات [3] .

---

[1] صحيح البخاري ، دار الجيل ، بيروت ، ب.ت ، ج 3 ص 81 - 87 ، كتاب البيوع ، باب الأسواق .

[2] د. محمد شوقي الفنجري ، الوجيز في الاقتصاد الإسلامي ، مرجع سابق ، ص 59 .

[3] د. نعمت عبد اللطيف مشهور ، مرجع سابق ، ص 37 - 50 .

- د. محمود حسن صوان ، مرجع سابق ، ص 176 - 178 .

وإن كانت حرية الأفراد الاقتصادية ستأهلهم للقيام بكافة أوجه النشاط الاقتصادي الذي يتطلبه المجتمع وذلك بغرض تحقيق الربح " كفرض كفاية " ، فإن عجزهم عن القيام ببعض أوجه النشاط الاقتصادي لتكاليفه الباهظة كمد خطوط السكك الحديدية وإقامة الصناعات الثقيلة ، أو إعراضهم عن القيام ببعض أوجه النشاط التي لا تحقق لهم أرباح كإنتاج الأسلحة الحربية ، أو انحرافهم بمحاولة استغلال المشاريع الخدمية كالمدارس والمستشفيات فإنه في مثل هذه الأحوال يصير شرعاً " فرض عين " على الدولة أن تتدخل وتقوم بأوجه هذا النشاط ليس هذا فحسب بل وتراقب سلامة النشاط الاقتصادي كله بنظام الحسبة .

**ب - في مجال الملكية**

حرية تملك الأفراد لوسائل الإنتاج مكفولة ومصونة بالشرع وهي الأصل وتدخل ولي الأمر هو الاستثناء ، وهو تدخل محدود لضرورات ومصالح شرعية تمنع إلحاق الضرر بباقي أفراد المجتمع أو تصحيح لملكية تم حيازتها أو التصرف فيها بطريق غير شرعي .

فالملكية الخاصة مصونة ولكنها ليست مطلقة ، بل مقيدة من حيث اكتسابها ومن حيث استعمالها ، إذ المالك الحقيقي للمال في الإسلام هو الله تعالى والبشر مستخلفون فيه وفقاً لمراد وتوجيهات المالك الحقيقي . والإسلام يقر الملكية الخاصة والعامة في وقت واحد وهما مكملان لبعضهما ، وكلاهما ليس مطلقاً بل هو مقيد بالصالح العام [1] .

**جـ - في مجال التوزيع**

إن أساس التوزيع في الاقتصاد الإسلامي هو الحاجة أولاً ثم العمل والملكية ثانياً بحيث يضمن الإسلام " حد الكفاية " لكل مواطن ، وذلك كحق له كإنسان يكفله له المجتمع أو الدولة بغض النظر عن جنسيته أو ديانته لقوله تعالى **" وَآتِ ذَا الْقُرْبَى حَقَّهُ وَالْمِسْكِينَ وَابْنَ السَّبِيلِ " [2] ،[3] .**

ويحرص الإسلام على تحقيق التوازن الاقتصادي في المجتمع والعدالة في توزيع الثروات والدخول كما في قوله تعالى **" كَيْ لا يَكُونَ دُولَةً بَيْنَ الأَغْنِيَاء مِنكُمْ " [4] .** وهذه قاعدة أساسية في النظرية الأقتصادية في الإسلام ، فالملكية الفردية معترف بها ولكنها محددة بهذه القاعدة , فكل وضع ينتهي إلى أن يكون المال دولة بين الأغنياء وحدهم هو وضع يخالف النظرية الاقتصادية الإسلامية , كما يخالف هدفاً من أهداف التنظيم الاجتماعي كله. لذلك أعطى الإسلام للإمام الحق في التدخل بالأخذ من أموال الأغنياء وردها على الفقراء , لإعادة التوازن في توزيع الثروة , كما حرم الاحتكار وحظر الربا وهما الوسيلتان الرئيسيتان لجعل المال دولة بين الأغنياء [5] .

---

[1] د. محمد شوقي الفنجري ، الوجيز في الاقتصاد الإسلامي ، مرجع سابق ، ص 62 ، 63 .
[2] سورة الإسراء ، الآية 26 .
[3] د. محمد شوقي الفنجري ، الوجيز في الاقتصاد الإسلامي ، مرجع سابق ، ص 63 ، 64 .
[4] سورة الحشر ، الآية 7 .
[5] سيد قطب , مرجع سابق ، ج 6 ص 3524 , 3525 .

الباحث يود أن ينوه إلى أنه ليس معنى ما تقدم أن يتصور البعض أن المذهبية الاقتصادية الإسلامية ونظام السوق النابع منها مزاج مركب بين الرأسمالية والإشتراكية تأخذ من كل منهما جانباً ، حيث أن الاقتصاد الإسلامي اقتصاد متميز له أيديولوجية اقتصادية منفردة تقوم على مبادئ عقائدية لكون الإنسان بوجه عام " مستخلف من الله " في الأرض لعمارتها واستثمار خيراتها التي سخرها الله له بهدف إقامة مجتمع المتقين وتحقيق الغاية الأسمى وهي العبودية لله **" وَمَا خَلَقْتُ الْجِنَّ وَالإِنسَ إلا لِيَعْبُدُونِ "** [1]،[2] .

كما أنه متميز بمبادئه الأخلاقية التي تعتبر من أهم المقاصد الشرعية المعترف بها ، ولهذا فإن الإنسان لا يستطيع أبداً أن يتخلص من رقابة المبادئ الأخلاقية لأنها مدعومة من الضمير الديني الذي ينبع من الذات الإنسانية التي تنمو بالعقيدة وتكبر بالعبادات ، فممارسة النشاط الاقتصادي بكافة مجالاته ومن ضمنها التجارة والأسواق تتطلب التزام الصدق والأمانة وحظر الغش وحسن الوفاء ، وعدم مضارة الغير ، وأن يكون العمل في أساسه مشروعاً والسلعة المباعة غير ضارة بالناس [3] .

فالمبادئ العقائدية والأخلاقية والمفاهيم والأسس التي يقوم عليها الاقتصاد الإسلامي وتحكم نشاطه الاقتصادي بمختلف مجالاته بما في ذلك الأسواق مختلفة تماماً عن تلك التي يقوم عليها الاقتصاد الوضعي سواء كان رأسمالياً أو اشتراكياً . بل إن نظرة الإسلام إلى التناقضات الاجتماعية والاقتصادية الموجودة في الحياة نظرة تعاون وتكامل وهي نظرة مختلفة عن نظرة المذاهب والنظم الوضعية والتي تنظر إليها نظرة تصارع واقتتال [4] .

من هنا تبرز أهمية الاقتصاد الإسلامي للعالم أجمع ودوره في وضع الحلول الاقتصادية لمختلف مشكلات العصر ، ولا توصف الحلول بأنها إسلامية إلا بقدر استنادها إلى المبادئ العقيدية والشرعية والأخلاقية الإسلامية ، وبقدر ما تحققه من مصلحة الفرد ومصلحة الجماعة موائمة بينهما دون إهدار إحداهما .

**خلاصة الفصل :** من المفروض أن البورصات نشأت في الأساس للقيام بعدة وظائف أهمها توجيه المدخرات نحو المشروعات الاستثمارية طويلة الأجل ، وذلك عن طريق إقامة شركات مساهمة تهدف إلى الإنتاج وتوفير فرص العمل ، للمساعدة في تحقيق التنمية الاقتصادية .

غير أن الواقع المشاهد يثبت عجز البورصات عن القيام بالوظائف الاقتصادية المنوطة بها ، وعلى العكس من ذلك تحولت إلى ساحات للمغامرة والمقامرة " المضاربة بمفهومها الغربي " .

---

[1] سورة الذاريات ، الآية 56 .
[2] د. محمد شوقي الفنجري ، مرجع سابق ، ص 64 ، 65 .
- د. نعمت عبد اللطيف مشهور ، مرجع سابق ، ص 123 .
- د. محمود حسن صوان ، مرجع سابق ، ص 34 .
[3] المرجع السابق مباشرة ، ص 37 ، 38 .
[4] د. محمد شوقي الفنجري ، مرجع سابق ، ص 78 .
- د. محمود حسن صوان ، مرجع سابق ، ص 34 - 42 .

# الفصل الثاني

## شركة المساهمة

## بين القوانين الوضعية والشريعة الإسلامية

## الفصل الثاني

## شركة المساهمة

## بين القوانين الوضعية والشريعة الإسلامية

نتناول في هذا الفصل الشركات في الفقه الإسلامي ، وشركة المساهمة باعتبارها مصدر الأوراق المالية التي يجري تداولها في البورصة ، مع بيان موقف الفقهاء من شركة المساهمة ومن الأوراق المالية التي تصدرها ويتكون هذا الفصل من ثلاث مباحث:

**المبحث الأول : الشركات في الفقه الإسلامي .**

**المبحث الثاني : شركة المساهمة .**

**المبحث الثالث : الأسهم والسندات .**

## المبحث الأول

## الشركات في الفقه الإسلامي

نتناول في هذا المبحث تعريف الشركة في الفقه الإسلامي وأقسام الشركات وأنواعها وحكمها ، وذلك من خلال النقاط التالية :

**1-1-2 تعريف الشركة .**

**2-1-2 أقسام الشركة .**

**3-1-2 أنواع شركة العقود .**

**4-1-2 حكم شركات العقود .**

**2-1-1 تعريف الشركة**

يعرفها الأحناف بأنها عقد بين المتشاركين في رأس المال والربح [1] .

وعرفها الحنابلة بأنها الاجتماع في استحقاق أو تصرف [2] .

وهي مشروعة بالكتاب والسنة والإجماع

ففي الكتاب يقول الله تعالى " **فَهُمْ شُرَكَاء فِي الثُّلُثِ** " [3] وقوله تعالى " **وَإِنَّ كَثِيرًا مِّنْ الْخُلَطَاء لَيَبْغِي بَعْضُهُمْ عَلَى بَعْضٍ إِلا الَّذِينَ آمَنُوا وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ وَقَلِيلٌ مَّا هُمْ** " [4] والخلطاء هم الشركاء .

وفي السنة يقول الرسول صلى الله عليه وسلم : إن الله تعالى يقول " أنا ثالث الشريكين مالم يخن أحدهما صاحبه ، فإن خان أحدهما صاحبه خرجت من بينهما " [5] رواه أبو داود .

وأجمع المسلمون على جواز الشركة في الجملة [6] .

**2-1-2 أقسام الشركة**

الشركة في الفقه الإسلامي ضربين : شركة أملاك وشركة عقود

**أ ـ شركة الأملاك**

وهي أن يمتلك أكثر من شخص عيناً من غير عقد ، وهي إما أن تكون اختيارية أو جبرية .

**فالإختيارية :** أن يجتمع شخصان فأكثر في ملك عين باختيارهما كما إذا خلطا ما لهما بالإختيار . أو أن يوجب لشخصين هبة أو يوصي لهما بشيء ( فيقبلا ) فيكون الموهوب والموصي به ملكاً لهما على سبيل المشاركة .

**والجبرية :** وهي التي تثبت لأكثر من شخص جبراً ( دون أن يكون لهم فعل ) في إحداث الملكية كما في الميراث ، فإن الشركة تثبت للورثة دون اختيار منهم وتكون الشركة بينهم شركة ملك .

**حكم شركة الملك:**

حكم هذه الشركة أنه لا يجوز لأي شريك أن يتصرف في نصيب صاحبه بغير إذنه ، لأنه لا ولاية لأحدهما في نصيب الآخر ، فكأنه أجنبي [7] .

**ب ـ شركة العقود**

هي أن يعقد اثنان فأكثر عقداً على الإشتراك في المال وما نتج عنه من ربح ، وركنها ، الإيجاب والقبول فيقول أحد الطرفين شاركتك في كذا وكذا ويقول الثاني قبلت .

---

[1] السيد سابق ، فقه السنة ، مكتبة الخدمات الحديثة ، جدة ، ب.ت ، ج 3 ص 377 .
[2] ابن قدامة ، المغني ، مكتبة الرياض الحديثة ، الرياض ، 1981 ، ج 5 ص 3 .
[3] سورة النساء ، الآية 12 .
[4] سورة ص ، الآية 24 .
[5] الشوكاني ، نيل الأوطار ، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع ، بيروت ، 1982 ، ج 5 ص 390 .
[6] ابن قدامة ، مرجع سابق ، ج 5 ص 3 .
[7] السيد سابق ، مرجع سابق ، ج 3 ص 378 .

### 3-1-2 أنواع شركة العقود

وتنقسم شركة العقود إلى أربعة أنواع :

**شركة المفاوضة [1]**

هي التعاقد بين اثنين أو أكثر على الاشتراك في عمل بالشروط الآتية :

أ - التساوي في المال ، فلو كان أحد الشركاء أكثر مالاً فإن الشركة لا تصح .

ب - التساوي في التصرف ، فلا تصح الشركة بين الصبي والبالغ .

جـ - التساوي في الدين، فلا تنعقد بين مسلم وكافر .

د - أن يكون كل واحد من الشركاء كفيلاً عن الآخر ، فيما يجب عليه من شراء وبيع كما أنه وكيل عنه ، فلا يصح أن يكون تصرف أحد الشركاء أكثر من تصرف الآخر .

فإذا تحققت المساواة في هذه النواحي كلها انعقدت الشركة وصار كل شريك وكيلاً عن صاحبه وكفيلاً عنه يطالب بعقدة صاحبه ، ويسأل عن جميع تصرفاته . وقد أجازها الحنفية والمالكية ولم يجزها الشافعي ، وقال " إذا لم تكن شركة المفاوضة باطلة فلا باطل أعرفه في الدنيا " لأنها عقد لم يرد الشرع بمثله . وتحقق المساواة في هذه الشركة أمر عسير لما فيها من غرر وجهالة . وصفتها عند الإمام مالك هي أن يفوض كل واحد منهما إلى الآخر التصرف مع حضوره وغيبته ولا يشترط في المفاوضة أن يتساوى المال ولا أن لا يبقى أحدهما مالاً إلا ويدخله في الشركة [2] .

**شركة العنان**

هي أن يشترك رجلان بماليهما على أن يعملا فيهما بأبدانهما والربح بينهما وهي جائزة بالإجماع ذكره ابن المنذر . وإنما اختلف في بعض شروطها ، فإذا كان ثمة خسارة فتكون بنسبة رأس المال ، وهي مبنية على الوكالة والأمانة لأن كل واحد منهما يدفع المال إلى صاحبه أمنة ، وبإذنه له في التصرف وكله ، ومن شروط صحتها أن يأذن كل واحد منهما لصاحبه في التصرف . وعلة تسميتها بالعنان أن الشريكين يتساويان في المال والتصرف كالفارسين إذا ساويا بين فرسيهما وتساويا في السير وقال الفراء : هي مشتقة من عنّ الشيء إذا عرض يقال عنت لي حاجة إذا عرضت [3] .

**شركة الأبدان**

هي أن يشترك اثنان أو أكثر فيما يكتسبونه بأيديهم كالصناع يشتركون على أن يعملوا في صناعاتهم ، فما رزق الله تعالى فهو بينهم [4] . وكثيراً ما يحدث هذا بين النجارين والحدادين والحمالين والخياطين والخياطين وغيرهم من المحترفين ، وتصح هذه الشركة سواء اتحدت حرفتهما أم اختلفت وسواء عملا

---

[1] المفاوضة أي المساواة ، وسميت بهذه التسمية لاعتبار المساواة في رأس المال والربح والتصرف ، وقيل : هي من التفويض لأن كل واحد يفوض شريكه في التصرف .

[2] السيد سابق ، مرجع سابق ، ج 3 ص 379 ، 380 .

[3] ابن قدامة ، مرجع سابق ، ج 5 ص 16 - 31 .

[4] المرجع السابق مباشرة ، ج 5 ص 5 .

أو عمل أحدهما دون الآخر ، منفردين أو مجتمعين . وتسمى هذه الشركة بشركة الأعمال أو الأبدان أو الصنائع أو التقبل . ويرى الشافعي أن هذه الشركة باطلة لأن الشركة عنده تختص بالأموال لا بالأعمال [1] .

**شركة الوجوه**

هي أن يشتري اثنان فأكثر من الناس دون أن يكون لهم رأس مال اعتماداً على جاههم وثقة التجار بهم ، على أن تكون الشركة بينهم في الربح فهي شركة على الذمم من غير صنعة ولا مال . وهي جائزة عند الحنيفية والحنابلة لأنها عمل من الأعمال فيجوز أن تنعقد عليه الشركة ويصح تفاوت ملكيتهما في الشيء المشترى . وأما الربح فيكون بينهما على قدر نصيب كل منهما في الملك . وأبطلها الشافعية والمالكية لأن الشركة إنما تتعلق بالمال أوالعمل ، وهما هنا غير موجودين [2] .

**4-1-2 حكم شركات العقود**

اختلف الفقهاء في الحكم على أنواع شركات العقود على النحو التالي :

شركة العنان : انعقد الإجماع على صحتها .

شركة الأبدان : جائزة عند مالك وأبي حنيفة وأحمد وباطلة عند الشافعي .

شركة المفاوضة : جائزة عند مالك وأبي حنيفة وباطلة عند الشافعي وأحمد .

شركة الوجوه : جائزة عند أبي حنيفة وأحمد وباطلة عند مالك والشافعي [3] .

ويستفاد مما تقدم أن شركة واحدة فقط من هذه الشركات متفق عليها وهي شركة العنان وإن كانوا قد اختلفوا في بعض شروطها ، والثلاث المتبقية مختلف فيها وفي بعض شروطها عند من اتفق منهم عليها .

وفي كتاب الروضة الندية [4] كلام حسن في هذا الموضوع نختصره فيما يلي :

" واعلم أن هذه الأسامي التي وقعت في كتب الفروع لأنواع من الشركة كالمفاوضة ، والعنان ، والوجوه ، والأبدان ، لم تكن أسماء شرعية ولا لغوية ، بل اصطلاحات حادثة متجددة ، ولا مانع للرجلين أن يخلطا ماليهما ويتجرا كما هو معنى المفاوضة المصطلح عليها ، لأن المالك يتصرف في ملكه كيف يشاء ، مالم يستلزم ذلك التصرف محرماً مما ورد الشرع بتحريمه . وإنما الشأن في اشتراط استواء المالين وكونهما نقداً واشتراط العقد ، فهذا لم يرد ما يدل على اعتباره بل مجرد التراضي بجمع المالين والاتجار بهما كاف . وكذلك لا مانع من أن يشترك الرجلان في شراء شيء بحيث يكون لكل واحد منهما نصيب منه بقدر نصيبه من الثمن ، كما هو معنى العنان اصطلاحاً ، وأما اشتراط العقد والخلط ، فلم يرد ما يدل على اعتباره . وكذلك لا بأس أن يوكل أحد الرجلين الآخر أن يستدين له مالاً ويتجر فيه ويشتركا في الربح ، كما هو معنى شركة الوجوه اصطلاحاً ، ولكن لا وجه لما ذكروه من الشروط . وكذلك لا بأس بأن يوكل أحد الرجلين الآخر في أن يعمل عنه عملاً استؤجر

[1] السيد سابق ، مرجع سابق ، ج 3 ص 380 ، 381 .
[2] المرجع السابق مباشرة ،ج 3 ص 380 .
[3] سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 293 .
[4] صديق حسن خان ، الروضة الندية شرح الدرر البهية ، المكتبة التوفيقية ، القاهرة ، ب.ت .

عليه كما هو معنى شركة الأبدان اصطلاحاً ، ولا معنى لاشتراط شروط في ذلك . والحاصل أن جميع هذه الأنواع يكفي في الدخول فيها مجرد التراضي ، فما هذه الأنواع التي نوعوها والشروط التي اشترطوها ؟! فالأمر أيسر من هذا التهويل والتطويل ، لأن حاصل ما يستفاد من شركة المفاوضة والعنان والوجوه : أنه يجوز للرجل أن يشترك هو وآخر في شراء شيء وبيعه ويكون الربح بينهما على مقدار نصيب كل واحد منهما من الثمن ، وهذا شيء واحد واضح المعنى يفهمه العامي فضلاً عن العالم ، فلا مشاحة في الاصطلاحات ، ولكن ما معنى اعتبارهم لتلك العبارات ، وتكلفهم لتلك الشروط وتطويل المسافة على طالب العلم ، وإتعابه بتدوين مالا طائل تحته ؟! وأنت لو سألت حراثاً أو بقالاً عن : جواز الاشتراك في شراء الشيء وفي ربحه ، لم يصعب عليه أن يقول : نعم .. ولو قلت له هل يجوز العنان أو الوجوه أو الأبدان ، لحار في فهم معاني هذه الألفاظ ! بل قد شاهدنا كثيراً من المتبحرين في علم الفروع ، يلتبس عليه الكثير من تفاصيل هذه الأنواع ويتلعثم إن أراد تمييز بعضها من بعض ، وليس المجتهد من وسع دائرة الآراء العاطلة عن الدليل ، وقبل كل ما يقف عليه من قال وقيل ، فإن ذلك من دأب أسراء التقليد ، بل المجتهد من قرر الصواب ، وأبطل الباطل ، ومحص في كل مسألة عن وجوه الدلائل ، ولم يحل بينه وبين الصدع بالحق مخالفة من يخالفه ممن يعضم في صدور المقصرين ، فالحق لا يعرف بالرجال . ولهذا المقصد سلكنا مسالك لا يعرف قدرها إلا من صفي فهمه عن التعصبات ، وأخلص ذهنه عن الإعتقادات المألوفات ، والله المستعان " اهـ [1] .

خلاصة هذا الرأي أنه لا يرى ضرورة لهذه التقسيمات ولا يعير اهتماماً أو اعتباراً للشروط التي وضعها الفقهاء ، ولكن لا وجه لانكار هذه التقسيمات إذ هي تعريفات علمية للتفريق بين ما يحل وما لا يحل نتيجة لتوسع الناس من الشركة ، واستحداث وجوه مختلفة من المسائل المستجدة ، ولا يصح أن يكون مرجع الفقه البقال أو الحراث وإنما مرجع الفقه أصول الشريعة وقواعدها [2] .

ويقترح الباحث للتسهيل على طلاب العلم والباحثين وعامة الناس أن يتم تقسيم شركات العقود على النحو التالي :

1. **شركة الأموال**

ويندرج تحتها شركة المفاوضة وشركة العنان :

**شركة المفاوضة :** وتقوم على المساواة التامة بين الشركاء وهو أمر عسير ونادراً ما يتحقق وهذا النوع من الشركة كالمعدوم في زماننا .

**شركة العنان :** إن اشتراط المساواة التامة في شركة المفاوضة أمر يصعب تحققه ، فإذا قام الشركاء بعقد الشركة بدون اشتراط المساواة التامة فتكون عندئذ شركة العنان [3] .

---

[1] الروضة الندية ، مرجع سابق ، ج 2 ص 357 - 359 .

[2] د. عبد العزيز الخياط ، الشركات في ضوء الإسلام ، دار السلام للطباعة والنشر ، القاهرة ، ط 1 ، 1989 ، ص 22 .

[3] أ.د. فوزي عطوي ، الشركات التجارية في القوانين الوضعية والشريعة الإسلامية ، منشورات الحلبي الحقوقية ، لبنان ، 2005 ، ص 579 .

**2. شركة الأعمال ( الأبدان أو الصنائع أو التقبل )**

وهي قائمة على الاشتراك **بالأبدان** كالصيادين والنقالين والحمالين ، أو **بالصنائع** كالنجارين والحدادين والخياطين ، أو **التقبل** كأن يقول أحد الشريكين أنا أتقبل وأنت تعمل والأجرة بيني وبينك [1] .

**3. شركة الوجوه ( المفاليس أوالذمم )**

وتقوم على وجاهة الشركاء وثقة التجار بهم من غير أن يكون لهم رأس مال ، فيشترون بالدين لذا سميت بشركة المفاليس أو الذمم .

**4. شركة المضاربة (القراض)**

وتقوم على الجمع بين شركة الأموال وشركة الأعمال أوشركة الوجوه ، وهي شركة في الربح لا في رأس المال .

نخلص من ذلك أن شركة المفاوضة إذا تخلف أحد شروطها أصبحت شركة عنان ، وأن شركة العنان إذا اجتمعت مع شركة أعمال أو وجوه نتجت شركة المضاربة ( القراض ) . كما أنه لايوجد في الشرع ما يمنع من اجتماع شركة العنان والأعمال والوجوه طالما تم الالتزام بالأصول الشرعية والقواعد المرعية التي تحكم كل منها ، ولا يخفى على أحد ما في هذا الأمر من سعة لكل من أراد الحلال الطيب ولم يتذرع بالحجج والأوهام فقاده ذلك إلى الحرام .

[1] ابن قدامة ، مرجع سابق ، ج 5 ص 5 - 7 .

## المبحث الثاني

## شركة المساهمة

بعد أن تناولنا في المبحث السابق الشركات في الفقه الإسلامي ، نتناول في هذا المبحث تعريف شركة المساهمة ، وخصائصها ، وموقف الفقهاء المعاصرين منها . وذلك من خلال النقاط التالية :

**1-2-2 تعريف شركة المساهمة .**

**2-2-2 خصائص شركة المساهمة .**

**3-2-2 المؤسسون ودورهم في تأسيس شركة المساهمة .**

**4-2-2 الاكتتاب في شركة المساهمة .**

**5-2-2 شركة المساهمة وموقف الفقهاء المعاصرين منها .**

### 2-2-1 تعريف شركة المساهمة

عرفتها المادة الثانية من قانون شركات المساهمة في مصر رقم 109 لسنة 1981 بأنها " هي الشركة التي ينقسم رأس مالها إلى أسهم متساوية القيمة وقابلة للتداول ، ولا يكون كل شريك فيها مسئولاً عن ديون الشركة إلا بقدر ما يملكه من أسهم ، ولا تقترن باسم أحد الشركاء , وإنما يكون لها اسم يشتق من الغرض من انشائها " [1] .

وتنص المادة 88 من قانون التجارة السوري على " أن الشركة المغفلة (المساهمة) هي شركة عارية من العنوان تؤلف بين عدد من الأشخاص يكتبون بأسهم أي أسناد قابلة للتداول ولا يكونون مسئولين عن ديون الشركة إلا بقدر ما اكتسبوا من المال " [2] .

وفي نفس المعنى للتعريفين السابقين كان تعريف شركة المساهمة في المادة 30 من قانون الشركات التجارية العراقي والمادة 77 من قانون التجارة اللبناني والمادة 48 من القانون السعودي والمادة 63 من قانون الشركات التجارية الكويتي والمادة 73 من القانون الفرنسي [3] .

### 2-2-2 خصائص شركة المساهمة

يستفاد من التعريفات السابقة أن للشركة المساهمة خصائص رئيسية تميزها عن غيرها من الشركات هي :

أ - أن رأس مال شركة المساهمة ينقسم إلى أسهم متساوية القيمة وقابلة للتداول .

ب - أن كل شريك لا يكون مسئول عن ديون الشركة إلا بمقدار ما يملكه من أسهم ، و عليه لا يسأل الشركاء عن ديون الشركة في أموالهم الخاصة وهو ما يعني أن لشركة المساهمة ذمة مالية مستقلة عن ذمة الشركاء .

جـ - وينبني على البند السابق أن إفلاس شركة المساهمة لا يرتب عليه إفلاس الشركاء فيها .

د - لا تعنون الشركة المساهمة باسم الشركاء ولا باسم أحدهم وذلك لأن شخصية الشريك ليس لها اعتبار في تكوينها ، والشركاء فيها مجهولون ولا يعرف بعضهم بعضاً .

هـ - لشركة المساهمة مجلس إدارة مفوض في إدارتها ، ويخضع هذا المجلس لإشراف الجمعية العامة العادية للمساهمين التي تنعقد مرة على الأقل في السنة ، والتي تناقش المركز المالي ونتائج الأعمال ، وتناقش السلبيات ، وتقرير مراقبي الحسابات ، وتنتخب أعضاء مجلس الإدارة وتراقب أعماله والنظر في عزل أعضائه إذا اقتضى الأمر ذلك والمصادقة على الميزانية والحسابات الختامية والموافقة على الأرباح [4] .

---

[1] سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 294 .
[2] أ. د. فوزي عطوى ، مرجع سابق ، ص 116 .
[3] سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 294 .
[4] د. مصطفى كمال طه ووائل أنور بندق ، أصول القانون التجاري ، دار الفكر الجامعي ، الأسكندرية ، 2006 ، ص 342 ، 343 .

### 3-2-2 المؤسسون ودورهم في تأسيس شركة المساهمة

تبدأ كل شركة سواء كانت شركة أفراد أو شركة أموال ، مجرد فكرة في ذهن إنسان أو عدة أشخاص ثم يعبرون عن رغبتهم هذه بتحرير عقد ابتدائي فيما بينهم ، ويضعون نظام الشركة ويحددون الاكتتاب في رأس المال ، والوفاء بقيمة الأسهم ودعوة الجمعية التأسيسية لتقييم الحصص العينية والتصديق على نظام الشركة ، على أن يتم ذلك كله على الوجه القانوني الصحيح ، هؤلاء الأشخاص بكل بساطة هم المؤسسون [1] .

**صفة المؤسس**

نصت المادة 7 من القانون المصري رقم 159 لسنة 81 ، والمادة 67 من قانون الشركات التجارية البحريني رقم 28 لسنة 1975 على أنه " يعتبر مؤسساً على وجه الخصوص كل من وقع العقد الابتدائي ، أو طلب الترخيص في تأسيس الشركة ، أو قدم حصة عينية عند تأسيسها " [2] .

### 4-2-2 الاكتتاب في شركة المساهمة

لما كانت الشركة المغفلة أو شركة المساهمة تتألف من شركاء يكتتبون بأسهم أي أسناد قابلة للتداول فذلك يستدعي إيضاح المقصود بلفظ الاكتتاب سواء من حيث تعريفه أو من حيث طبيعته :

**تعريف الاكتتاب**

الاكتتاب هو تعبير عن إرادة المتمول للإشتراك في شركة المساهمة عن طريق تقديم حصة من رأس المال عن طريق شراء عدد من الأسهم التي طرحتها الشركة للبيع ( الاكتتاب ) [3] .

**طبيعة الاكتتاب**

يعتبر الاكتتاب في شركة المساهمة من الأعمال التجارية لأنه يتصل بمشروع تجاري على أن ذلك لا يكسب المكتتب صفة التاجر وهو من التصرفات الضرورية لتأسيس الشركة . وقد ذهب بعض فقهاء القانون التجاري إلى اعتبار الاكتتاب تصرفاً منفرداً للمكتتب يعلن فيه عن رغبته في الانضمام إلى الشركة ، وهي إرادة تصبح باته ولا يجوز الرجوع فيها متى وجهت إلى المؤسسين في الشكل الذي رسمه القانون ، وذهب آخرون إلى أن الاكتتاب بمثابة عقد يقوم بين المكتتب وبين مؤسسي شركة المساهمة باعتبارهم يمثلون الشخص المعنوي قبل التكوين .

---

[1] سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 296 .
- أ.د. فوزي عطوى ، مرجع سابق ، ص 121 .
[2] سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 296 .
- أ.د. فوزي عطوى ، مرجع سابق ، ص 122 .
[3] المرجع السابق مباشرة ، ص 118 .

ولكن الراجح في ذلك هو أن الاكتتاب بمثابة عقد بين الشركة والمكتتب وهو عقد تكفل القانون بتفصيل بنوده من خلال النموذج الذي أصدره ، فتعد نشرة الاكتتاب بمثابة العرض ( الإيجاب ) الذي يصادف قبولاً لدى المكتتب عند توقيعه على هذه النشرة [1] .

**نشرة الاكتتاب**

هي وسيلة التخاطب من قبل الجهات المصدرة للأسهم والسندات مع الجمهور لتحمل إليهم نبأ تكوين الشركات أو الرغبة في زيادة رؤوس الأموال ، وتشترط معظم التشريعات أن يكون التوجه إلى الجمهور عن طريق إعلان يوضح فيه البيانات الواردة في عقد إنشاء الشركة ونظامها الأساسي وأسماء مؤسسيها ، وبيانات أخرى تختلف في درجة أهميتها وتفاصيلها من تشريع لآخر ، وهذا الإعلان هو ما يعرف بنشرة الاكتتاب [2] .

**5-2-2 شركة المساهمة وموقف الفقهاء المعاصرين منها**

اختلف الفقهاء المعاصرون في حكم شركة المساهمة إلى فريقين ، أحدهما على الإباحة والآخر على التحريم ، والفريق الذي أباح على ثلاثة آراء ، **أولهما** أباح مطلقاً ، **وثانيهما** قيد الإباحة بالخلو من الربا إلا لضرورة ، **وثالثهما** قيد الإباحة بالخلو من الربا وعدم تعاملها في محرم .

ونتناول فيما يلي بشيء من التفصيل آراء المبيحين وآراء المحرمين مع مناقشة حجج كل فريق والرد عليها ، في محاولة للوصول إلى رأي فصل في حكم شركة المساهمة والله المستعان وهو ولي التوفيق :

**أولاً : المبيحون**

**أ ـ المبيحون مطلقاً**

يرى أحد أصحاب هذا الرأي أن اشتراط الفقهاء لصحة عقد الشركة ألا يكون لأحد الشركاء نصيب معين ، اشتراط لا دليل عليه من كتاب أو سنة [3] . ويستند في ذلك إلى مقولة منسوبة للإمام محمد عبده " إن الربا المخرب للبيوت لا يدخل في المعاملة التي تبنى على أساس تعامل فرد مع الآخرين بأن يعطي إنسان لآخر أو لآخرين مالا يستغله ويجعل كسبه حظاً معيناً ، لأن هذه المعاملة نافعة للعامل ولصاحب المال معاً ـ والربا ضار بواحد بلا ذنب ونافع لآخر بلا عمل ، فلا يمكن أن يكون حكمهما في عدل الله واحد " [4] .

---

[1] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 125 ، 126 .
[2] سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 49 .
[3] د. عبد العزيز الخياط ، مرجع سابق ، ج 2 ص 156 .
[4] الشيخ عبد الوهاب خلاف ، مجلة لواء الإسلام ، العدد الحادي عشر ، 1951 ، المجلد الرابع .

**ب ـ المبيحون مع قيد الخلو من الربا إلا لضرورة**

1. أحد أصحاب هذا الرأي لا يتفق مع الفقهاء الذين يرون الحرمة فيما يحرمون من الربا تشمل المقرض والمقترض ويعتقد أن ضرورة المقترض وحاجته يرفع عنه إثم ذلك التعامل واستشهد بقوله تعالى **" وَقَدْ فَصَّلَ لَكُم مَّا حَرَّمَ عَلَيْكُمْ إِلاَّ مَا اضْطُرِرْتُمْ إِلَيْهِ "** [1] ، وأضاف أن الحكومة تشتد حاجتها إلى مصالح الأمة العامة وإلى ما تعد به العدة لمكافحة الأعداء المغيرين ، والتجار تشتد حاجتهم إلى ما يستوردون من البضائع التي تحتاجها الأمة ، وأكد بعد ذلك على أن السندات لا يبيحها الإسلام إلا حيث دعت إليها الضرورة الواضحة ، واشتراط أن يكون تقدير الحاجة والمصلحة مما يؤخذ من " أولي الرأي " من المؤمنين القانونيين والاقتصاديين الشرعيين [2] .
2. الآخر فلا يرتاب في جواز المساهمة في الشركات بملكية عدد من أسهمها لتوافر الشروط الشرعية فيها لصحتها ، لأن لها حصتها من الربح ، وعليها نصيبها من الخسارة ، فالربح يستحق تارة بالعمل ، وتارة بالمال ، ولا شيء من أمر الربا وشبهته في هذه العملية . إنما الكلام عنده في السندات التي تصدرها الشركات بفائدة ثابتة . فيرى أن المشروعات والشركات والمؤسسات العامة وأمثالها يجب أن يسندها القادرون بالمساهمة فيها على الوجه الذي لا خلاف في جوازه شرعاً ، أي أن يكونوا أصحاب أسهم لا سندات ، فإن لم يكن هذا ممكناً وكان من الضروري أن تظل الشركات قائمة بأعمالها التي لا غنى للأمة عنها ، كان لها شرعاً إصدار سندات بفائدة مضمونة تدفع من الأرباح التي لا شك في الحصول عليها من المشروع ، مادام لا وسيلة غير هذا تضمن لها البقاء ، ومادام وجودها وبقاؤها ضرورياً للأمة [3] .

**جـ ـ المبيحون مع قيد الخلو من الربا وعدم تعاملها في محرم**

1. وأحد أصحاب هذا الرأي يرى إباحة جميع الشركات القانونية مادامت تحمل معنى الشركة ويرى أنه يمكن إدماجها في الشركات الفقهية ، ولا عبرة باختلاف الأحكام لأن اختلافها يرجع إلى مقتضيات التطور وما تتطلبه مصلحة الناس وهي أحكام مقبولة شرعاً متى كانت لا تتعارض مع أصل من أصول الدين الكلية ، ويقول في التكييف الشرعي لهذه الشركة " والعمل في مالها يكون عادة لغير أرباب الأموال فيها ولذلك فهي تعد من قبيل القراض في هذه الحالة " [4] .

---

[1] سورة الأنعام ، الآية 119 .
[2] الشيخ محمود شلتوت ، الفتاوى ، دار الشروق ، القاهرة ، ط 18 ، 2004 ، ص 307 ، 308 .
[3] د. محمد يوسف موسى ، الإسلام ومشكلاتنا الحاضرة ، سلسلة الثقافة الإسلامية ، المكتب الفني للنشر ، القاهرة ، 1958 ، ص 58 - 64 .
[4] علي الخفيف ، الشركات في الفقه الإسلامي ، جامعة الدول العربية ، معهد الدراسات العربية العالية ، القاهرة ، ب.ت ، ص 96 ، 97 .

2. وآخر له رأي مغاير في مسألة شركات المساهمة ، فقد فصل بين هذه الشركة ككيان تنظيمي وقانوني ، وبين الأدوات التي تتعامل فيها أو تصدرها معتبراً ذلك من قبيل التصرفات . فمن حيث أن الشركة كيان قانوني وتنظيمي فقال " تتحقق في هذه الشركة ما اعتبره القانون أركاناً واعتبره الشرع أركاناً أو شروطاً أو إجازة " وفي تكييفها الشرعي قال " إن شركة المساهمة تنطبق عليها قواعد شركة العنان من شركات الأموال في الفقه الإسلامي " ،وتفصيل ذلك عنده أن تقديم الحصة بالأسهم ، واشتراك المساهم في الجمعية العامة للشركة ، وممارسة حقه الذي يعطيه له النظام العام ، واختلاط الأموال وثبوت الشركة بهذا الاختلاط أو بالشراء أو بالبيع أو بالتصرف بمال الشركة في حدود أغراضها المشروعة وقيام مجلس الإدارة بالتصرف في أمور الشركة بالوكالة عن الشركاء كل هذا ينطبق عليه القواعد الشرعية في شركة العنان وغيرها [1] .

3. ورأي ثالث يرى أن شركة المساهمة الخالية من الربا والشروط المحرمة جائزة شرعاً وتنطبق عليها قواعد شركة العنان ، وأضاف قائلاً " وهي إما شركة عنان بحتة ، وإما عنان ومضاربة " [2] .

وفصل ذلك بقوله : أما أنها شركة عنان فلتطابق شركة العنان عليها ، فإن اشترطت مساهمة أعضاء مجلس الإدارة وأخذ أعضاء المجلس مكافأة نسبة من الربح مقابل العمل كانت عناناً ومضاربة ، وأضاف وإن قلنا أن مجلس الإدارة يأخذ أجره ولا يكون مساهماً ، تكون شركة عنان بحتة لأن مجلس الإدارة حينئذ يعمل بالوكالة عن جميع الشركاء ، والوكالة بالأجر جائزة .

ويقول في موضع آخر أن جواز شركة المساهمة لتطابقها مع شركة العنان أو العنان والمضاربة لا يعني جواز كل ما فيها ، فالسندات المشتملة على الفوائد الربوية حرام ، لا تجوز شرعاً بكل حال ، فنفرق بين ما هو داخل في صلب تكوين الشركة وأساس في انعقادها ، فلا تنعقد بعدمه أو فساده مثل اختلال أركان الشركة أو شروط عقدها كنقص الأهلية أو عدم مشروعية السبب ، لأن ذلك يمنع وجودها شرعاً ، وبين ما هو من معاملاتها كالتعامل بالربا أو إصدار السندات بالفوائد الربوية ، فهذا أمر خارج عن هيئة الشركة .

4. ومن أنصار هذا الرأي الشيخ عبد الله بن منيع [3] الذي يقول " أن الشركة المساهمة عبارة عن شخصية اعتبارية لها ذمة مالية محدودة قابلة للإلزام والالتزام تزاول نشاطاً استثمارياً قد يكون مباحاً في أصله كالشركات الزراعية والصناعية والتجارية فيما تجوز التجارة فيه بيعاً وشراء ونحو ذلك مما تشمله التجارة ، وقد يكون الاستثمار التجاري أو الصناعي أو الزراعي محظوراً

[1] د. عبد العزيز الخياط ، الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي، مؤسسة الرسالة ، بيروت ، ط 3 ، 1988 ، ج 2 ص207 ، 208 .

[2] د. صالح بن زابن المرزوقي ، شركة المساهمة في النظام السعودي ، منشورات جامعة أم القرى ، مكة ، 1406 هـ ، ص 299- 301.

[3] الشيخ عبد الله بن سليمان المنيع ، بحوث في الاقتصاد الإسلامي ، المكتب الإسلامي ، بيروت ، ط 1 ، 1996 .

في أصله كالبنوك الربوية أو صناعة المحرمات من الخمور والمخدرات وغير ذلك مما لا تجوز صناعته ، ولا التجارة فيه ، ولا استهلاكه " [1].

وشركات المساهمة عنده على قسمين : قسم لا يجوز للمسلم الدخول فيه وهو الشركات المساهمة مما محل الاستثمار فيها محرم كالبنوك الربوية وشركات التجارة والصناعة والزراعة فيما هو محرم بأصل الشرع مما مر التمثيل عليه ، وقسم غير محظور على المسلم مزاولة الاستثمار عن طريقه كالشركات التجارية والصناعية والزراعية مما محل الاستثمار فيها مباح في أصل الشرع [2] .

ويقول في موضع آخر رداً على الشبهة المتعلقة بتجاوز مجلس إدارة شركة المساهمة لصلاحيتة الشرعية حيث اتجه إلى البنك الربوي لأخذ تسهيلات تمويلية لبعض مشاريعها بفوائد ربوية أو إيداع ما لديها من فائض نقدي لدى أحد البنوك الربوية وأخذ فائدة الإيداع وأضافها إلى موارد الشركة ، ويؤكد أن شركات المساهمة في عصرنا الحاضر تشكل عنصراً اقتصادياً مهماً في حياتنا المعاصرة فلا غنى لكل أمة ولكل دولة عن قيام هذه الشركات ، لما تحتاجه تلك الأمم وتلك الدول من مشاريع الخدمات العامة والإنتاج الشامل ، مما يعجز عن الوفاء بمتطلباتها الكثير من ميزانيات تلك الدول ، لا سيما الدول محدودة الدخل ، ويبين أن الشركات المساهمة أصبحت حاجة ملحة في حياة الأمم والدول وأنها تنزل منزلة الضرورة ، وأنها في أصلها شركات استثمار وإنتاج مباح ويراها جائزة مع وجود هذه الشبهة للضرورة [3] .

**التعقيب على حجج المبيحين**

ونناقش فيها حجج المبيحين مطلقاً ، وحجج المبيحين مع قيد الخلو من الربا إلا لضرورة :

**1. مناقشة حجج المبيحين مطلقاً**

- أما من أباح شركة المساهمة مطلقاً رغم أن أكثرها يتعامل بالربا أخذاً وعطاءاً ، ومنها ما يتعامل في المحرمات بيعاً وشراءاً ، فقد أحل حراماً ، وأفتى على غير مقتضى الشرع [4] .
- وأما من قال بأن اشتراط الفقهاء أن لا يكون لأحد من الشركاء نصيب معين ، اشتراط لا دليل عليه ، فمردود عليه ، بأن عدم العلم بالدليل لا ينفي وجوده ، وأن الأدلة من القرآن والسنة في هذه المسألة قطعية الدلالة والثبوت وإن لم يذكروها ، وليقرأ من شاء قوله تعالى " **وَمَا تَدْرِي نَفْسٌ مَّاذَا تَكْسِبُ غَدًا** " [5] . وروى مسروق عن عائشة رضي الله عنها أنها قالت :

---

[1] الشيخ عبد الله بن سليمان المنيع ، مرجع سابق ، ص 219 .
[2] المرجع السابق مباشرة ، ص 220 .
[3] المرجع السابق مباشرة ، ص 221 - 227 .
[4] سمير عبدالحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 305 .
[5] سورة لقمان ، الآية 34 .

من حدثك أنه يعلم ما في غده فقد كذب ، ثم قرأت " **وَمَا تَدْرِي نَفْسٌ مَّاذَا تَكْسِبُ غَدًا** " [1] .

وذكر صاحب المغنى : والحكم في الشركة كالحكم في المضاربة في وجوب معرفة قدر ما لكل واحد منهما من الربح والخسران على كل واحد منهما على قدر ما له ، وبه يقول أبو حنيفة والشافعي وغيرهما ، ولا نعلم في هذا خلافاً بين أهل العلم . وقال ابن المنذر : اجمع كل من نحفظ عنهم من أهل العلم على ابطال القراض إذا شرط أحدهما أو كلاهما لنفسه دراهم معلومة . وممن حفظنا ذلك عنه : مالك والأوزاعي والشافعي وأبو ثور وأصحاب الرأي [2] .

- ويعتبر ما تقدم إجماعاً والرسول صلى الله عليه وسلم قال " لا تجتمع أمتي على ضلالة " [3] ، والمقصود إجماع علماء الجمهور . وعن أنس ابن مالك رضي الله عنه قال : قال رسول الله صلى الله عليه وسلم " أرأيتك إن منع الله الثمرة ، بم تستحل مال أخيك " [4] وفيه النهي عن بيع الثمار حتى يبدو صلاحها .
- أما قولهم عمن يجعل لآخر حظاً معيناً من كسبه نظير استغلاله لماله وأن هذه المعاملة نافعة للعامل ولصاحب المال معاً ، فإن ذلك مردود عليه بأن الخمر والميسر فيهما منافع بنص القرآن الكريم " **يَسْأَلُونَكَ عَنِ الْخَمْرِ وَالْمَيْسِرِ قُلْ فِيهِمَا إِثْمٌ كَبِيرٌ وَمَنَافِعُ لِلنَّاسِ وَإِثْمُهُمَآ أَكْبَرُ مِن نَّفْعِهِمَا** " [5] . فلو كانت المنفعة تصلح لأن تكون سبباً للحل لكانت الخمر بذلك أولى ، بينما بينما المولى سبحانه وتعالى يحذر عباده من الخمر والميسر " **يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُواْ إِنَّمَا الْخَمْرُ وَالْمَيْسِرُ وَالأَنصَابُ وَالأَزْلاَمُ رِجْسٌ مِّنْ عَمَلِ الشَّيْطَانِ فَاجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ** " [6] ، لذلك فما ذهبوا إليه لا يستقيم مع شرع الله ولا ينهض حجة ، " والمصلحة التي تعارض النص هي من قبيل الأهواء النفسية والانحرافات الفكرية وهي تحكيم للأهواء في النصوص الدينية ، وجعلها حاكمة على هذه النصوص بالبقاء والإنهاء " [7] .

**2. مناقشة حجج المبيحين مع قيد الخلو من الربا إلا لضرورة**

- أما من أجاز لشركة المساهمة التعامل بالربا للضرورة فمردود على أصحاب هذا الرأي أن الضرورات التي تبيح المحظورات هي الضرورات الخمس : الدين والنفس والمال والعقل والنسل ، وهي المعتبرة في دفع المضطر لإتيان المحرم لكي يدرأ عن نفسه أو ماله أو عرضه هلاكاً محققاً ، وإباحة المضطر تخصه وحده ولا تتعداه إلى غيره [8] .

---

[1] محمد علي الصابوني ، مختصر تفسير ابن كثير ، دار القرآن الكريم ، بيروت ، ط 7 ، 1981 ، ج 3 ص 71 .
[2] ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ، ج 5 ص 37 ، 38 .
[3] محمد أبو زهرة ، أصول الفقه ، دار الفكر العربي ، القاهرة ، 1958 ، ص 199 .
[4] صحيح مسلم ، مرجع سابق ، ج 10 ص 1913 ، كتاب المساقاة ، باب وضع الجوائح ، حديث رقم 1555 .
[5] سورة البقرة ، الآية 219 .
[6] سورة المائدة ، الآية 90 .
[7] محمد أبو زهرة ، مرجع سابق ، ص 378 ، 379 .
[8] المرجع السابق مباشرة ، ص 366 ،367 .

ـ أما الشركات التي ترغب في زيادة مواردها المالية بغرض التوسع أو التطوير أمامها بدائل كثيرة تغنيها عن القروض الربوية كزيادة رأس مالها من خلال إصدار أسهم جديدة أو تصدر صكوك مقارضة إسلامية مشاركة في الربح والخسارة وغيرها من البدائل التي تقدمها البنوك الإسلامية ، ووجود هذه البدائل يدحض كافة الحجج التي تتذرع بها الشركات . ولكن الحق الذي نعلمه هو أن سدنة الفكر الغربي ومروجيه زخرفوا الإفك وزينوا الباطل وغلفوا الربا وقدموه لطلبة العلم والدارسين ـ قادة وطلاباً ـ زاعمين أن التمويل بالقرض هو أفضل وسائل التمويل ، وقاموا بالتخويف من آثار زيادة رأس المال وأنه يترتب عليها انخفاض ربحية السهم ، مما يؤدي إلى الإضرار بالمساهمين ، وأن لجوء شركات المساهمة إلى الأساليب الربوية ليست للاضطرار كما تزعم ، ولكنها لمصلحة موهومة ، بالمفسدة مغلوبة [1] .

**ثانياً : المحرمون**

أحد هذه الآراء يرى أن شركات الأموال حرام لا تجوز شرعاً ، فلا يصح الأخذ بها ولا إخضاعها لقواعد الشركات ، ولا تخريج أحكامها على الأساس الفقهي للشركات ، ويرى أنها باطلة شرعاً ومن المعاملات التي لا يجوز للمسلم أن يقوم بها [2] .

ـ ويقول آخر والجدير بالانتباه أن "شركة المساهمة " هذه " لا شركة " ومن أسباب القلق في هذا الجيل المعاصر أن أصبحت " شركة المساهمة " هي الشكل المعتمد في القوانين الوضعية للبلاد الإسلامية ، ويؤكد على ذلك بقوله " لا علم لنا بأن الفقه الإسلامي يعترف بهذا النوع من الشركات " ، ويرى أن شركة المساهمة ليست عقداً بل تتم بإرادة منفردة [3] .

**حجج من قال بالتحريم**

استند من قال بالتحريم على أن تعريف شركة المساهمة يدل على أنها شركة باطلة لعدم استيفائها للشروط التي تنعقد بها الشركة وذلك على النحو التالي :

**1.** شركة المساهمة ليست عقداً بين شخصين أو أكثر حسب أحكام الشرع الإسلامي لأن العقد شرعاً هو إيجاب وقبول بين طرفين أو أكثر ، فإن خلا العقد من ذلك لا ينعقد العقد ولا يسمى عقداً شرعاً ، واتفاق المؤسسين لا يعتبر إيجاباً ولا قبولاً ، بل هو تفاوض واتفاق على الشروط فقط ثم يضعون صكاً هو نظام الشركة ويجري التوقيع على هذا الصك من كل من يريد الاشتراك ، والاشتراك بالسهم من قبيل التصرف بإرادة منفردة ، ومعنى ذلك أنه يكفي الشخص أن يشتري

[1] سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 313 ، 314 .
[2] تقي الدين النبهاني ، النظام الاقتصادي في الإسلام ، منشورات حزب التحرير ، القدس ، ط 2 ، 1953 ، ص 133 .
[3] د. عيسى عبده ، العقود الشرعية الحاكمة للمعاملات المالية المعاصرة ، دار الاعتصام ، القاهرة ، ط 1 ، 1977 ، ص 18 ، 19 .

الأسهم ليصبح شريكاً رضي باقي الشركاء أم لم يرضوا ، وعقد الشركة بالإرادة المنفردة باطل شرعاً لأنه التزام مالي من جانب واحد مهما تعدد الملتزمون [1] .

- ويقول آخر : المساهمة في حقيقتها ( ولا نقول شركة المساهمة ) هي منظمة مالية يلتحق بها من يشاء بإرادته المنفردة حين يكتتب في الأسهم ، أو حين يشتريها من سوق الأوراق المالية فيكون " مساهماً " ومن حقه أيضاً أن يبيع الأسهم بإرادته المنفردة فيخرج من جماعة المساهمين بغير إذنهم ، بل بغير علمهم ، وما هكذا الشركات .. ولا هكذا العقود ثم يضيف : " ولا علم لنا بأن الفقه الإسلامي يعترف بهذا النوع من الشركات " [2] .

**2.** الشركة في الإسلام يشترط فيها وجود البدن ، أي الشخص المتصرف وإذا لم يوجد البدن لم تنعقد الشركة ، وشركة المساهمة لا يوجد فيها بدن مطلقاً ، وإنما تجعل المال ينمو من نفسه دون بدن شريك ودون شخص متصرف يملك حق التصرف ، ولذلك تعتبر الشركة شخصاً معنوياً يكون لها وحدها حق التصرفات الشرعية من بيع وشراء وصناعة وشكوى وغير ذلك ، والشركة في الإسلام إنما يصدر فيها التصرف عن الشركاء فقط وعلى ذلك تكون التصرفات التي تحصل من الشركة بوصفها شخصية معنوية باطلة شرعاً [3] .

**3.** الشريك متعين ذاتاً في الشركة وعقد الشركة وقع عليه بذاته فلا يجوز له أن يوكل أحداً عنه ولا يستأجر أحداً عنه ليقوم بأعمال الشركة . بل يتعين أن يقوم بنفسه في أعمال الشركة . فلا يجوز للشركاء أن يأجروا عنهم أجراء ولا أن يوكلوا مجلس إدارة عنهم . على أن مجلس الإدارة وكيلاً عن أشخاص المساهمين وإنما هو وكيل عن أموالهم ، بدليل أن أصوات الانتخابات هي التي تعتبر في التوكيل وهي حسب الأموال المساهمة لا بحسب أشخاص الشركاء [4] .

**4.** " إن كون الشركة المساهمة دائمة يخالف الشرع ، فالشركة من العقود الجائزة شرعاً تبطل بموت أحد الشريكين وجنونه والحجر عليه وبالفسخ من أحد الشركاء ، واستمرارها مع وجود مثل هذه الحالات يجعلها شركة فاسدة وباطلة " [5] .

**5.** الشركاء في شركة المساهمة لا يسألون عن ديون الشركة إذا تجاوزت مجموع ممتلكاتها إلا بمقدار قيمة ما يملكونه من أسهم ولا تتعداها إلى أموال الشركاء الخاصة ، وهو ما نصت عليه قوانين الشركات المساهمة في مختلف البلدان ، وهذا يخالف أحكام الشريعة الإسلامية [6] .

---

[1] تقي الدين النبهاني ، مرجع سابق ، ص 134 ، 135 .
[2] د. عيسى عبده ، مرجع سابق ، ص 18 ، 19 .
[3] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 132 ، 133 .
[4] تقي الدين النبهاني ، مرجع سابق ، ص 138 - 141 .
[5] المرجع السابق مباشرة ، ص 140 - 141 .
[6] د. صالح بن زابن المرزوقي ، مرجع سابق ، ص 274 ، 275 .

**تعقيب بعض العلماء على حجج المحرمين**

**1.** قولهم بأن شركة المساهمة ليست عقداً لأن العقد شرعاً إيجاب وقبول وهي خالية منه مردود عليهم ، لأن المؤسسين حين وجهوا الدعوة إلى العامة للاكتتاب كان ذلك منهم إيجاباً والذين وجهت إليهم الدعوة وبادروا بالاكتتاب ، كان ذلك منهم قبولاً ، وهومعنى العقد في الشرع ويترتب عليه الأثر المقصود ، ولا يشترط أن يكون الإيجاب والقبول باللفظ وإنما يصح بالكتابة ، وأن مجلس العقد هو مجلس بلوغ الخطاب أو الكتاب أو التوقيع على الاكتتاب في الشركة [1] ، " ولا يلزم في الإيجاب والقبول ألفاظ معينة لأن العبرة في العقود بالمقاصد والمعاني لا بالألفاظ والمباني " [2] .

- ويعلم من توجيه المؤسسين الدعوة إلى العامة للاكتتاب أن هناك طرفين وليس طرفاً واحداً وأنه عقد تحقق فيه الإيجاب والقبول وليس اتفاقاً من جانب واحد هو جانب المؤسسين [3] .

- كما أنه ليس شرطاً أن يوجه الإيجاب إلى شخص معين فقد يوجه إلى الجمهور فقد أجاز العلماء بيع المزايدة وليس فيه إيجاب إلى شخص معين وقد ثبت أن الرسول صلى الله عليه وسلم عرض بعض السلع وكان يقول : من يزيد [4] ، وإجماع المسلمين يبيعون في أسواقهم بالمزايدة [5].
[5].

**2.** أما قولهم بأن الفقه الإسلامي لا يعترف بهذا النوع من الشركات فإن شركة المساهمة ينطبق عليها قواعد شركة العنان وشركة المضاربة ، " وقد ثبت كلاً من الشركتين بإجماع الفقهاء " [6] وبالنصوص الصريحة ولم يوجد مخالف في كليهما ، وجمهور الفقهاء يرون أن الأصل في العقود الجواز والإباحة ، فحرية التعاقد مكفولة للناس مالم تشتمل على أمر نهي عنه الشارع وحرمه بنص أو قياس أو مقتضى القواعد المقررة ، وذلك حتى يقوم الدليل على المنع أو التحريم ، والعقود من الأفعال العادية والأصل فيها عدم التحريم لقوله تعالى " **وَقَدْ فَصَّلَ لَكُم مَّا حَرَّمَ عَلَيْكُمْ** " [7] .

- وقولهم أن المال ينمو بنفسه دون بدن شريك ودون شخص يتصرف ويملك حق التصرف أي أن العقد خال من الاتفاق على القيام بعمل وإنما فيه الالتزام بتقديم المال فقط والهدف من الشركة

---

[1] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 134 .
[2] السيد سابق ، فقه السنة ، مرجع سابق ، ج 3 ص 226 .
[3] سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 314 .
[4] السيد سابق ، فقه السنة ، مرجع سابق ، ج 3 ص 242 .
[5] ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ، ج 4 ص 236 .
[6] المرجع السابق مباشرة ، ج 5 ص 16 .
- السيد سابق ، فقه السنة ، مرجع سابق ج 3 ص 327 .
[7] سورة الأنعام ، الآية 119 .

هو القيام بالعمل المالي ، فخلوه منها مبطل لها ، فمردود على ذلك بأنه لم يقل أحد بأن شركة المساهمة ليس فيها اتفاق على عمل ، وكيف يتحقق الربح إن لم يوجد عمل [1] .

- أما قولهم أن التصرف لا يصدر عن الشركاء إنما هو خاص بالشخصية المعنوية وما يصدر عن الشركة باعتبارها شخصية معنوية باطل شرعاً ، فالشخصية المعنوية لها أصل في الشرع الإسلامي وذلك كالوقف على المساجد وجهات الخير ونحوها والموقوف عليه يملك غلة الوقف فكيف يملك المسجد والقناطر ، فهذا لا يحدث إلا إذا ثبتت له شخصية معنوية ويمثل الوقف ناظره الذي يتحدث عنه ويتولى أمور الوقف وهو ما يعرف في القانون بالشخصية الاعتبارية أو المعنوية [2] .

**3.** أما إنكارهم على مدير الشركة ومجلس إدارتها صحة تصرفهم في الشركة وأنهم ليسوا وكلاء عن المساهمين ، وأن العمال ليسوا أجراء كذلك بحجة أن الشريك لا يجوز له أن يوكل أحداً عنه بأعمال الشركة .. ولا يستأجر أحداً ليعمل عنه ، بل يقوم بهذا العمل بنفسه ، فمردود على ذلك بأنه مخالف لما نص عليه الفقهاء من أن الشركة تتضمن الوكالة وإذن كل واحد من الشريكين للآخر في التصرف .

ومع ذلك لم يقل أحد من الفقهاء أنه يلزم أن يكون العمل من جميع الشركاء فشركة المضاربة قائمة على أن المال من جانب والعمل من جانب آخر ، كما تصح بمالين وبدن صاحب أحدهما كما هو الحال في عمل أعضاء مجلس الإدارة الذي هو وكيل عن الشركاء وليس عن الأموال كما يقال ، فالذي يختار مجلس الإدارة أعضاء الجمعية العامة ولهم حق الرقابة والإشراف عليه ولا يعقل أن يكون مجلس الإدارة وكيلاً عن الأموال وإن كان للأموال اعتبار في طريقة التصويت وتحقيق مصلحة الشركاء فلا يعقل أن يستوي مالك سهم واحد بمالك ألف سهم لاسيما أن هذا مشروط في عقد الشركة وفي نظامها الأساسي وهو شرط لا يحل حراماً ولا يحرم حلالاً [3] .

**4.** أما قولهم أن كون الشركة دائمة يخالف الشرع فمردود عليه بأنه خلافاً لما ذكروه ، فإن إطلاق الشركة بدون توقيت جائز باتفاق الفقهاء وأن الخلاف ليس في استمرارية الشركة وإنما في توقيتها [4] . بل إن شركة المضاربة في أحد القولين إذا أقتت بطلت وهو قول الشافعي ومالك [5] [5] . والشركة إن كانت من العقود الجائزة إلا أنها عقد مستمر لا تنفسخ بالجنون أو الموت إلا في

---

[1] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 135 .
[2] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 135 .
[3] د. المرجع السابق مباشرة ، ص 135 ، 136 .
[4] د. صالح بن زابن المرزوقي ، مرجع سابق ، ص 330 .
[5] ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ، ج 5 ص 69 ، 70 .

حق كل واحد منهم فقط وتبقى مع الآخرين ، بل أجاز بعض الفقهاء أن يحل الوارث غير الرشيد محل وارثه إذا كان في ذلك مصلحة [1] .

**5.** أما قولهم بعدم مسئولية الشريك عن ديون الشركة إلا بقدر ما يملكه فيها من أسهم .

وهذه المسألة فيها رأيين يعارض كل منهما الآخر .

**أولهما :** يرى أن من خصائص شركة المساهمة أن الشركاء لا يسألون إلا بمقدار حصصهم في رأس المال وأن هذا جائز شرعاً كما نرى ذلك في شركة المضاربة . فإن رب المال لا يسأل إلا بمقدار ما قدم للشركة من رأس مال . وهو غير مسئول عن ديون الشركة إذا تجاوزت رأس المال الذي قدمه [2] .

**ثانيهما :** يقول أنه في الشرع الإسلامي يجب وفاء الديون في أموال الشركة ، فإذا لم تف تتعداها إلى أموال الشركاء الخاصة كل على قدر نسبة أسهمه في الشركة ، لأن الديون تتعلق بذمم الشركاء وأنه لا يصح شرعاً الاحتجاج بأن الأموال التي قدمها الشريك انتقلت ملكيتها للشخص المعنوي ، لأنه وإن كنا نعترف بالشخصية المعنوية على ضوء الفقه الإسلامي إلا أنه لا يثبت لها من الذمة مثل ما يثبت للإنسان [3] .

وقد تصدى بالرد على الرأي الأول الدكتور / سمير عبد الحميد رضوان [4] قائلاً وقد فتشت في كتب الفقه فلم أجد لما قاله أصلاً ، ولم أعثر له على سند وسألت أهل العلم والذكر فما وجدت له ظهير .
وعقب مفصلاً بقوله إنما الذي قالوه أن الوضيعة ( أي الخسارة ) كلها على صاحب رأس المال وليس على العامل شيء لأن الوضيعة عبارة عن نقصان رأس المال وهو مختص بملك ربه لا شيء للعامل فيه فيكون نقصه من ماله دون غيره وإنما يشتركان فيما يحصل من النماء [5] . فإذا تعدى المضارب وفعل ما ليس له فعله أو اشترى شيئاً نهي عن شرائه فهو ضامن للمال في قول أكثر أهل العلم [6] .
ثم قال وليس من المتصور إن هلكت الشركة وباءت بالخسران ولم تكف كافة أصولها ( أي ممتلكاتها ) للوفاء بديونها ـ بينما الشركاء أغنياء ـ أن يكون لهم رخصة في شرع الله في أكل أموال الناس بالباطل ، والله سبحانه وتعالى يقول **" وَلاَ تَأْكُلُواْ أَمْوَالَكُم بَيْنَكُم بِالْبَاطِلِ "** [7] .
وأضاف قائلاً بل وروى الشوكاني في ( باب ضمان دين الميت المفلس ) عن سلمة بن الأكوع قال " كنا عند النبي صلى الله عليه وسلم فأتي بجنازة ، فقالوا يا رسول الله صل عليها ، قال هل ترك شيئاً ؟ قالوا لا ، فقال هل عليه دين ؟ قالوا ثلاثة دنانير قال صلوا على صاحبكم ، فقال أبو قتادة صل عليه يا رسول الله ، وعلي دينه فصلى عليه " . رواه أحمد والبخاري والنسائي [8] .
وعن ابن عمر عن النبي صلى الله عليه وسلم قال " مطل الغني ظلم وإذا أحلت على مليء فاتبعه " رواه ابن ماجة [9] . وبين ما قاله صاحب نيل الأوطار في شرح الحديث من أنه يحرم على الغني القادر القادر أن يمطل صاحب الدين وأنه يجب على المستدين أن يوفي صاحب الدين وأن الجمهور يرى أن المطل مع الغنى موجب للفسق .

---

[1] المرجع السابق مباشرة ، ج 5 ص 24 ، 25 .
[2] د. عبد العزيز الخياط ، مرجع سابق ، ج 2 ص 210 .
[3] صالح بن زابن المرزوقي ـ مرجع سابق ص 274 - 275 .
[4] سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 319 - 320 .
[5] المغني ـ لابن قدامة 5 / 38 مكتبة جمهورية مصر .
[6] المرجع السابق ، ص 54 .
[7] سورة البقرة ، الآية 188 ( يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُواْ لاَ تَأْكُلُواْ أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالبَاطِلِ ) سورة النساء الآية 29 .
[8] نيل الأوطار 237 / 5 ط مكتبة الدعوة الإسلامية .
[9] المرجع السابق 236 / 5 باب ديون قبول الحوالة على المدين .

ثم أضاف وقالوا في الشركة عامة أن الوضيعة على قدر المال ، أي الخسران في الشركة على كل واحد منهما بقدر ماله . فإن كان مالهما متساوياً في القدر فالخسران بينهما نصفين [1] .

والباحث يتفق مع رأي الدكتور المرزوقي والتعقيب القيّم على الرأي الأول للدكتور سمير عبد الحميد رضوان ويتسائل من أين استدل صاحب هذا الرأي على رأيه ، فقد بحثت في المضاربة في أكثر من كتاب للفقه [2] ولم أعثر على مثل ما قال ولا حتى ما يفيد المعنى وما وجدته هو " أن الوضيعة الوضيعة على قدر المال يعني الخسران في الشركة على كل واحد منهما بقدر ماله . فإن كان مالهما متساوياً في القدر فالخسران بينهما نصفين . وإن كان أثلاثاً فالوضيعة أثلاثاً . ولا نعلم في هذا خلافاً بين أهل العلم. وبه يقول أبو حنيفة والشافعي وغيرهما ، والوضيعة في المضاربة على المال خاصة ليس على العامل منها شيء . لأن الوضيعة عبارة عن نقصان رأس المال . وهو مختص بملك ربه ، لا شيء للعامل فيه. فيكون نقصه من ماله دون غيره . وإنما يشتركان فيما يحصل من النماء " [3] . فإذا فإذا تعدى المضارب وفعل ما ليس له فعله ، أو اشترى شيئاً نهي عن شرائه ، فهو ضامن للمال في قول أكثر أهل العلم . ولنا أنه متصرف في مال غيره بغير إذنه فلزمه الضمان كالغاصب [4] .

وما تقدم يفيد تحديد العلاقة بين رب المال والمضارب في حالة الخسارة ، وأن المضارب إذا تعدى فهو ضامن لمال المضاربة ، ولا يوجد ما يشير من قريب أو بعيد إلى طرف ثالث وهو الدائن .

- والمضارب ليس له أن يشتري بأكثر من رأس المال لأن الإذن ما تناول أكثر منه ، وإن اشترى في ذمته صح الشراء وما اشتراه له ، ودينه عليه لأنه اشترى لنفسه [5] .

- أما القول بأن هذا من خصائص شركة المساهمة ففيه وجهان :

**أحدهما** أنه يقصد أن التصريح والإعلان عن خصائص تتضمن فعل ما نهى عنه الشارع يعفي من المسؤلية الشرعية وهذا يترتب عليه أن الإعلان عن الفائدة في البنوك يعفي أفراد التعامل من مسئولية الوقوع في الربا وبالتالي من العقوبة المترتبة على الفعل ، وهذا أمر خطأ وخطر ولم يقل به أحد لما يترتب عليه من فساد وشر عظيم .

**والآخر** أنه يقصد أن التصريح والإعلان عن خصائص فيها ظلم ينفي الجهالة ويعطي الحق للشركة في عدم سداد الديون التي عليها وهذا أيضاً أمر خطير لأنه يجعل الشركات التي عليها ديون تلجأ لإشهار الإفلاس لأنه أقل كلفة من أن يسدد الشركاء ما عليهم من ديون وينهضوا بالشركة ، ولا يخفى ما لهذا الأمر من ضرر على الاقتصاد والتنمية .

---

[1] ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ، ص 37 .
[2] ابن قدامة ، المغني ـ السيد سابق ، فقه السنة ـ الجزيري ، الفقه على المذاهب الأربعة .
[3] ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ، ج 5 ص 37 ، 38 .
[4] المرجع السابق مباشرة ، ج 5 ص 54 .
[5] المرجع السابق مباشرة ، ج 5 ص 47 .

ـ كما أنه ليس من المنطق أو المقبول أن يمتنع المدين عن سداد الديون التي عليه ثم يكافأ بقانون يمنع الدائن من مطالبته بالدين .

يخلص الباحث من كل ما تقدم أن شركة المساهمة ذات الأعمال المباحة جائزة شرعاً وتنطبق عليها قواعد شركتي العنان والمضاربة ، فتقديم الحصص بالأسهم واختلاط الأموال وقيام مجلس الإدارة المنتخب من المساهمين بالتصرف في أموال الشركة بالوكالة عن بقية الشركاء ، واشتراك المساهم في الجمعية العمومية ومناقشة نتائج الأعمال ، ومراقبة مجلس الإدارة ، وعزله إذا اقتضى الأمر ، كل هذا ينطبق عليه قواعد شركة العنان والمضاربة ولكن بشرطين :

1. أن يكون الغرض الذي قامت من أجله الشركة مشروعاً ووسائل تمويلها مشروعة ، فإذا تعاملت في محرم بيعاً أو شراءً أو بالفائدة أخذاً أو عطاءً فإنه يحرم الاشتراك فيها من خلال تملك أسهمها المتداولة في البورصة.
2. ضرورة تغيير بعض النصوص والإجراءات لتتوافق مع المبادئ العامة للشريعة الإسلامية التي تحرم الظلم وأكل أموال الناس بالباطل مثل :

ـ تعديل النص والإجراء المتعلقين بعدم تحمل الشركاء لخسائر تفوق ما يملكونه من أسهم.

ـ تعديل طريقة إجراء التصويت لاختيار أعضاء مجلس الإدارة ليكون لكل مساهم صوت واحد مهما بلغ عدد الأسهم التي يملكها وذلك لأمرين : **أولهما** أن يصبح أعضاء مجلس الإدارة وكلاء عن أشخاص المساهمين وليسوا وكلاء عن أموالهم . **وثانيهما** منع إضرار الأغلبية بحقوق الأقلية .

فإذا تم الأخذ بهذه الشروط تصبح شركة المساهمة جائزة ولا شبهة عليها ، وإن تم تجاهلها بدعوى الضرورة والمصالح وأنه لا غنى لمجتمعاتنا عن الشركات المساهمة نقول إن في الاقتصاد الإسلامي بدائل كثيرة مثل المضاربة والإجارة والاستصناع والجعالة والمزارعة والسلم والمساقاة والوكالة .. كما أن التشريع الإسلامي يتسع لجميع أنواع الشركات التي يحتاجها البشر في كل زمان ومكان بصرف النظر عن المسميات طالما أنها موافقة للضوابط الشرعية ، ولكن مطلوب من يستخرج هذه الكنوز من بين النصوص ، وصدق الله تعالى **" وَنَزَّلْنَا عَلَيْكَ الْكِتَابَ تِبْيَانًا لِّكُلِّ شَيْءٍ "** [1] ، وقوله تعالى **" مَّا فَرَّطْنَا فِي الكِتَابِ مِن شَيْءٍ "** [2] وقول الرسول صلى الله عليه وسلم " الحلال [3] بيّن والحرام [4] بيّن وبينهما أمور مشتبهة [5] فمن ترك ما يشتبه عليه من الإثم كان لما استبان أترك ومن اجترأ على ما يشك فيه من الإثم أوشك أن يواقع ما استبان والمعاصي حمى الله من يرتع حول الحمى

[1] سورة النحل ، الآية 89 .
[2] سورة الأنعام ، الآية 38 .
[3] الحلال : هو ما طلب الشارع فعله .
[4] الحرام : هو ما طلب الشارع تركه طلباً جازماً .
[5] الأمور المشتبهة : هي ما تعارضت فيها الأدلة واختلف فيها العلماء .

يوشك أن يواقعه" [1] رواه البخاري ومسلم وقوله صلى الله عليه وسلم " دع ما يريبك إلى مالا يريبك " [2] رواه البخاري هذا في الأمور المشتبهة فكيف بالأمور الواضح حرمتها .

## المبحث الثالث

## الأسهم والسندات

في هذا المبحث نتعرض للأوراق المالية التي تصدرها الشركات المساهمة ويتم تداولها في البورصة مع بيان موقف الفقه الإسلامي منها . وذلك من خلال النقاط التالية :

**1-3-2 الأسهم .**

**2-3-2 السندات .**

[1] السيد سابق ، فقه السنة ، مرجع سابق ،ج 3 ص 224 .
[2] صحيح البخاري ، مرجع سابق ، ج 3 ص 70 ، كتاب البيوع ، باب تفسير المشبهات

### 1-3-2 الأسهم

**تعريف السهم**

" فقهاء القانون التجاري على اتفاق بأن السهم هو عبارة عن الصك الذي يعطي للمساهم في شركة المساهمة لكي يمثل مقدار الحصة أو الحصص التي يشترك بها في رأس مال الشركة " [1] .

وعرفه آخر بأن السهم " صك يمثل نصيباً عينياً أو نقدياً في رأس مال الشركة ، قابل للتداول ، يعطي مالكه حقوقاً خاصة " [2] .

**خصائص الأسهم**

للأسهم خصائص تميزها عن غيرها نلخصها فيما يلي :

1. **الأسهم متساوية القيمة**

ينقسم رأس مال شركة المساهمة إلى أسهم متساوية القيمة ابتداءً ، وتلك القيمة هي القيمة الإسمية التي يصدر بها السهم ويتحدد على أساسها توزيع الأرباح ، وتقدير الأغلبية في الجمعية العمومية ، وقد وضعت بعض القوانين التجارية حداً أعلى وحداً أدنى للقيمة الإسمية للسهم لا يجوز مخالفتها [3] .

ويعني تساوي القيمة الإسمية تساوي الحقوق التي تمنحها الأسهم للمساهمين ، ولئن تكن المساواة في الأسهم هي المبدأ ، إلا أن المشترع أجاز للشركة أن تصدر أسهماً ممتازة تجعل لحاملها حقوقاً ومزايا أكبر من التي يتمتع بها حملة الأسهم العادية ولكن بشرط تحقق المساواة بين هذه الأسهم الممتازة أيضاً ، أي أن المساواة بين الأسهم هي مساواة طبقية فئوية وليست مساواة مطلقة .

على أنه لابد من التمييز بين كل من قيمة السهم الإسمية ، وقيمة إصدار السهم ، والقيمة الحقيقية للسهم ، والقيمة السوقية للسهم أو قيمته في البورصة :

---

[1] أ.د فوزي عطوى ، مرجع سابق ، ص 136 ، 137 .
[2] د. أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 48 .
[3] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 109 .

- **القيمة الإسمية للسهم :** وهي القيمة المذكورة في الصك ومجموع القيم الإسمية للأسهم يمثل رأس مال شركة المساهمة .
- **قيمة إصدار السهم :** وهي القيمة التي يصدر بها السهم ، وبالتالي لا يجوز إصدار السهم بأقل من قيمته الإسمية عند تأسيس شركة المساهمة أو زيادة رأس مالها ، وأما إصدار السهم بأكثر من قيمته فلا يجوز إلا عند زيادة رأس المال ، على أن تضاف الزيادة الناجمة عن الفرق بين قيمة الإصدار والقيمة الإسمية إلى الاحتياطي القانوني للشركة .
- **القيمة الحقيقية للسهم :** وهي تمثل نصيب السهم في صافي أصول وموجودات الشركة بعد إعادة تقديرها وفقاً للأسعار الجارية وبعد خصم ديونها [1] .
- **القيمة السوقية للسهم أو قيمته في البورصة :** وينبغي من حيث المبدأ أن تكون مساوية لقيمة السهم الحقيقية ، غير أن هناك عوامل كثيرة تخل بهذا المبدأ بعضها موضوعي يتعلق بمدى سلامة المركز المالي للشركة ودرجة نجاح مشروعاتها ، وبعضها يتعلق بتوقعات المتعاملين لأسعار الأسهم في الأجل القصير [2] .

**2. عدم قابلية السهم للتجزئة**

وهذا يعني أن السهم ينبغي أن يكون مملوكاً لمساهم واحد ، فإذا انتقلت ملكية السهم إلى أكثر من شخص نتيجة إرث أو هبة أو وصية فإن هذه التجزئة وإن كانت صحيحة بين هؤلاء إلا أنها لا تقبل تجاه الشركة . ويتعين على هؤلاء أن يختاروا شخصاً واحداً يمثلهم عند الشركة ، وإن اعتبر باقي الشركاء في السهم مسئولين عن الالتزامات الناجمة عن هذه الملكية [3] .

**3. الأسهم قابلة للتداول بالطرق التجارية**

وهذه القابلية للتداول هي إحدى الخصائص الهامة التي لا قيام بدونها لفكرة السهم نفسه ، ويتم تداول الأسهم لحاملها بتسليم الصك ، أو بالقيد في سجل الشركة إذا كان سهماً إسمياً ، والتداول من الحقوق الأساسية والجوهرية للمساهم ولا يجوز حرمانه منها ، إلا أنه قد يرد بعض الاستثناءات القانونية على هذه القاعدة من دون أن تخل بها ، كما في منع أسهم مؤسسي الشركة من التداول لفترة قد تصل إلى ثلاث سنوات ، وحظر تداول أسهم المكتتبين إلا بعد صدور أول ميزانية سنوية للشركة بالإضافة إلى القيود الاتفاقية التي يتضمنها النظام الأساسي للشركة مثل : اشتراط موافقة مجلس الإدارة على التنازل عن السهم ، أو قصر الاكتتاب في الأسهم وتداولها

[1] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 190 .
[2] أ.د. فوزي عطوى ، مرجع سابق ، ص 138 - 140 .
[3] د. أبو زيد رضولن ، شركة المساهمة ، دار الفكر العربي ، القاهرة ، 1983 ، ص 111 .

على المواطنين دون الأجانب ، أو أن يكون حق شراء الأسهم المتنازل عنها للمساهمين الأصليين [1] .

**4. السهم يحدد مدى مسئولية المساهم**

أي أن تكون مسئولية الشركاء عن الديون مقسمة عليهم بحسب قيمة ما يملكون من أسهم ، فلا يسأل المساهم عن ديون الشركة إلا بحسب أسهمه التي يملكها ، مهما بلغت ديون الشركة أو خسارتها [2] .

**أنواع الأسهم**

للسهم أنواع متعددة بحسب الاعتبارات التي اتخذت أساساً للتصنيف ، ومعرفة هذه الأنواع وتصورها أمر ضروري لإعطاء حكم صحيح لها إذ قد تختلف الأحكام تبعاً لتنوع الأسهم ، والاعتبارات التي على ضوئها يمكن تصنيف الأسهم هي :

**أ -** طبيعة الحصة التي يقدمها المساهم .

**ب -** الشكل القانوني للسهم .

**جـ -** الحقوق التي يمنحها السهم لمالكه .

**د -** من حيث الاستهلاك وعدمه [3] .

**أ - أنواع الأسهم من حيث طبيعة الحصة التي يقدمها المساهم**

تنقسم الأسهم باعتبار طبيعة حصة المساهم إلى أسهم نقدية وأسهم عينية وحصص تأسيس .

**الأسهم النقدية :** وهي تلك الأسهم التي قام مالكوها بامتلاكها بعد دفعهم لقيمتها نقداً .

**الأسهم العينية :** وتمثل أموالاً غير نقدية كأن تكون عقاراً أو منقولاً أو ابتكارات .. إلخ ولا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى أصحابها إلا عند اتمام تسليم مقابلها من حصص عينية ومعاينتها وتقديرها تقديراً صحيحاً ولا يجوز تداولها قبل مضي سنتين من تاريخ تأسيس الشركة [4] .

**حصص التأسيس :** هي صك يعطي حامله حقوقاً في أرباح الشركة دون أن يمثل حصة في رأس المال ، وتمنح حصص التأسيس مكافأة على خدمات أداها المؤسسون للشركة ومن هنا جاءت تسميتها [5] .

---

[1] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 112 - 114 .
[2] د. أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 64 .
[3] المرجع السابق مباشرة ، ص 49 .
- سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 329 .
- أ.د. فوزي عطوى ، مرجع سابق ، ص 144 .
[4] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 122 .
[5] سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 384 .
- أ.د. فوزي عطوى ، مرجع سابق ، ص 243 .

ولقد اختلف فقهاء القانون التجاري حول طبيعة صاحب حصة التأسيس ، فاعتبره البعض دائناً للشركة بنصيب من الربح وهو غير صحيح لأن الدائن يحصل على فائدة ثابتة سواء ربحت الشركة أم لم تربح . كما اعتبر البعض صاحب حصة التأسيس شريكاً في الشركة إلا أن ذلك انتقد لأنه لا يتحمل في الخسارة لأنه لم يقدم رأس مال ، كما أنه ممنوع من ممارسة حقوق الشريك في إدارة الشركة . ويرى البعض أنه بائع ارتضى أن يكون ثمن المبيع حقاً احتمالياً في أرباح الشركة المتوقعة [1] .

**ب ـ أنواع الأسهم باعتبار الشكل القانوني للسهم**

تنقسم الأسهم باعتبار شكلها القانوني إلى أسهم إسمية وأسهم لحاملها .

**الأسهم الإسمية :** وهو السهم الذي يحمل اسم صاحبه ، وتثبت ملكيته بقيد اسم المساهم في سجل الشركة .

**الأسهم لحاملها :** وهو السهم الذي لا يحمل اسم مساهم محدد وإنما يعتبر حامل السهم هو المالك له في نظر الشركة ويجري تداوله عن طريق تسليمه . وهذا النوع يوشك أن يكون قد اختفى تماماً لأن بعض القوانين التجارية العربية لم تجز إلا الأسهم الإسمية ومنها القانون المصري ، والقانون الكويتي ، والقانون البحريني [2] .

**جـ ـ أنواع الأسهم من حيث الحقوق التي يمنحها السهم لمالكه**

الأصل أن تتمتع جميع أسهم شركة المساهمة بحقوق متساوية ، إلا أنه كثيراً ما يجري العمل على إقامة نوع من التمييز بين الأسهم من حيث الحقوق التي تمنحها لمالكيها ، وعلى هذا الأساس هناك نوعان من الأسهم هما الأسهم العادية والأسهم الممتازة [3] .

**الأسهم العادية :** وهي التي تتساوى في قيمتها وتمنح المساهمين حقوقاً متساوية .

**الأسهم الممتازة :** هي تلك الأسهم التي تخول لأصحابها حقوقاً أعلى مرتبة من تلك التي تنمحها الأسهم العادية وقد تكون هذه الأولوية في قبض ربح معين ، وإما أولوية في استرداد رأس المال ، وإما في هاتين الميزتين معاً ، أو أية منفعة مادية أخرى كأن يكون للسهم الممتاز أكثر من صوت واحد في اجتماعات الجمعية العمومية [4] .

**د ـ أنواع الأسهم من حيث الاستهلاك وعدمه**

---

[1] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 123 - 125 .
ـ أ.د. فوزي عطوى ، مرجع سابق ، ص 243 - 245 .
ـ د. أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 51 ، 52 .
[2] أ.د. فوزي عطوى ، مرجع سابق ، ص 157 - 159 .
[3] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 120 .
[4] أ.د. فوزي عطوى ، مرجع سابق ، ص 150 - 153 .

المقصود باستهلاك الأسهم هو رد قيمتها للمساهم خلال حياة الشركة وقبل انقضائها ، والأصل أن الأسهم لا تستهلك مادامت الشركة قائمة ، لأن من حق الشريك البقاء في الشركة ، ومع ذلك فإن استهلاك الأسهم يبدو ضرورياً في بعض الحالات كما إذا كانت ممتلكات الشركة مما يلحقه التلف مع توالي الزمن ، كشركات المناجم والمحاجر ، أو كانت الشركة حاصلة على امتياز من الحكومة أو غيرها من الهيئات العامة ، يمنح لها لمدة معينة ، تصبح بعدها موجودات الشركة ملكاً للهيئة المانحة للامتياز بلا مقابل ، كشركات الكهرباء والمياة ، ومن ثم تقوم هذه الشركات برد جزء من قيمة الأسهم سنوياً إلى المساهمين حتى تستهلك جميع الأسهم مع نهـاية أجل الشـركة [1] .

وتنقسم الأسهم بالنسبة لهذا المعيار إلى أسهم رأس مال ، وأسهم تمتع .

**أسهم رأس المال :** هي الأسهم الباقية في عداد الحصص غير المستهلكة أي غير المعاد ثمنها الإسمي إلى الشريك الذي يملكها .

**أسهم التمتع :** هي الأسهم التي تعطى لصاحب سهم رأس المال ، بعد أن يجري سداد القيمة الإسمية لسهمه ، وبذلك يبقى مساهماً بالشركة ، ويظل متمتعاً بكل الحقوق العائدة لسهم رأس المال ، كالتصويت في الجمعية العمومية ، والحصول على نصيب من الأرباح السنوية ، وعلى نصيب آخر من فائض التصفية عند حل الشركة .

واستحداث أسهم التمتع للحلول محل أسهم رأس المال من شأنه أن يتفادى المشكلة القانونية المتعلقة بمعرفة من هم أصحاب الحق في أرباح الشركة فيما لو لم تكن لحملة أسهم التمتع الحقوق المنصوص عنها ، بعد أن تكون الشركة استهلكت كافة أسهمها [2] .

**موقف الفقه الإسلامي من الأسهم**

في أول هذا المبحث تبين أن للأسهم أنواع متعددة تختلف بحسب الاعتبارات التي اتخذت أساساً للتصنيف ، والآن نبين الحكم الفقهي لمختلف أنواع الأسهم بحسب تلك الاعتبارات .

**أولاً : رأي الفقه في أنواع الأسهم من حيث الحصة**

**أ ـ الأسهم النقدية**

لا خلاف بين الفقهاء على جواز جعل الحصة المقدمة في رأس مال الشركة من النقدين " الذهب والفضة " وهو الأصل [3] . كما تجوز بالعملات الورقية لأن الناس تعارفوا عليها وجعلوها قيماً للأموال وأثماناً للمبيعات ، ولذلك رأى بعض الفقهاء من الحنفية والمالكية والحنابلة والشافعية جواز الشركة بالفلوس النافقة ( الرائجة ) لأنها تشبه الصرف [4] . وهو ما اتفق عليه العلماء المعاصرين من اعتبار

---

[1] د. أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 58 ، 59 .

[2] أ.د. فوزي عطوى ، مرجع سابق ، ص 148 - 150 .

[3] ابن قدامة ، المغني ، ج 5 ص 16 .

[4] المرجع السابق مباشرة ، ج 5 ص 18 ، 19 .

الورق النقدي المتداول اليوم ثمن قائم بذاته في حكم الذهب والفضة ، ويجوز جعله رأس مال في بيع السلم والشركات [1] .

وبناءً على ذلك يجوز المشاركة بالأسهم النقدية مالم تنطو على محظور شرعي آخر.

**ب ـ الأسهم العينية**

وهذا النوع من الأسهم محل خلاف قديم بين الفقهاء اختلافهم في جواز الشركة بالعروض والأسهم العينية من الشركة بالعروض [2] ، والخلاف على ثلاثة أقوال :

**القول الأول : جواز الشركة في العروض**

وهو مذهب المالكية ورواية عن أحمد ، لأن الأصل في المعاملات الحل والجواز مالم يوجد دليل على المنع ، والتصرف يتم في المالين جميعاً والربح بينهما ، والحصة العينية يمكن تقديرها كما في تقدير قيمة العروض لمعرفة نصاب زكاتها [3] .

**القول الثاني : عدم جواز الشركة بالعروض مطلقاً**

وذهب إلى هذا الأحناف والحنابلة ، لأن الشركة إما أن تقع على أعيان العروض أو قيمتها أو أثمانها ولا يجوز وقوعها على أعيانها ، لأن الشركة تقتضي الرجوع عند المفاصلة برأس المال أو بمثله ، وهذه لا مثل لها فيرجع إليه . ولا يجوز وقوعها على قيمتها ، لأن القيمة غير متحققة القدر فيفضي إلى التنازع ، والقيمة قد تزيد في أحدهما قبل بيعه فيشاركه الآخر في العين المملوكة له . ولا يجوز وقوعها على أثمانها ، لأنها معدومة حال العقد ولا يملكانها ، ولأنه إن أراد ثمنها الذي اشتراها به فقد خرج عن مكانه وصار للبائع ، وإن أراد ثمنها الذي يبيعها به فإنها تصير شركة معلقة على شرط وهو بيع الأعيان ولا يجوز ذلك [4] .

**القول الثالث : جواز الشركة بالمثليات من العروض**

وقال الشافعي إن كانت العروض من ذوات الأمثال كالحبوب والأدهان جازت الشركة بها في أحد الوجهين ، لأنها من ذوات الأمثال ، فأشبهت النقود ويرجع عند المفاصلة بمثلها ، وإن لم تكن من ذوات الأمثال لم يجز وجهاً واحداً ، لأنه لا يمكن الرجوع بمثلها [5] .

**مناقشة الأدلة وترجيح الرأي في الأسهم العينية**

---

[1] قرارات مجمع الفقه الإسلامي ، مطابع رابطة العالم الإسلامي ، مكة المكرمة ، ب.ت ، الدورة الخامسة ، ص 101 – 103 .
ـ هايل عبد الحفيظ يوسف داوود ، تغير القيمة الشرائية للنقود الورقية ، المعهد العالمي للفكر الإسلامي ، القاهرة ، 1999 ، ص 168 ، 169 .
ـ الشيخ عبد الله بن سليمان المنيع ، مرجع سابق ، ص 168 .

[2] د. أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 168 .

[3] ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ، ج 5 ص 16 - 18 .

[4] المرجع السابق مباشرة ، ج 5 ص 17 .

[5] ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ، ج 5 ص 17 ، 18 .

بمناقشة الأدلة تبين أنه لا يترتب على وقوع الشركة بالعقود على قيمتها عند عقد الشركة أي محذور ، فهو صحيح ، فالقيمة تحدد وتعرف عند عقد الشركة ، فتثبت وتكون الشركة على هذا الأساس ويشتركان في قيمة العرض ، وإن تحقق ربح في العروض فيكون مما هو مملوك ومضمون ، وشرط المثليات ليس بلازم في حقيقة الأمر [1] .

وقال صاحب نيل الأوطار : واختلفوا أيضاً هل تصح الشركة في غير النقدين فذهب الجمهور إلى الصحة في كل ما يمتلك وقيل يختص بالنقد المضروب والأصح عند الشافعية اختصاصها بالمثلي ، والحاصل " أن الأصل " في الجواز في جميع أنواع الأموال فمن ادعى الاختصاص بنوع واحد بأنواع مخصوصة ونفى جواز ماعداها فعليه الدليل وهكذا الأصل جواز جميع أنواع الشركة المفصلة في كتب الفقه فلا نقبل دعوى الاختصاص بالبعض إلا بدليل [2] .

وأرجح هذه الأقوال ـ والله أعلم ـ هو القول الأول الذي يرى جواز الشركة بالعروض أولاً لقوة أدلتـه ، ولأن الأصل الجواز ، ولا نترك هذا الأصل إلا بدليل ظاهر ، وليس مع القول بالمنع دليل يركن إليه ، والقول بالجواز يتمشى مع ما عرف من تيسير الشارع أمر المعاملات على عباده مالم يكن فيها محذور شرعي [3] .

وعليه فإنه يجوز للمساهم أن يقدم حصة عينية في رأس مال شركة المساهمة ، على أن يتم تقييمها عند تقديمها ، ويقبل بذلك باقي الشركاء بما يمنع التنازع عند المفاصلة إن حدثت .

**جـ ـ التكييف الفقهي لحصص التأسيس**

ليس للفقهاء السابقين كلام حول حصص التأسيس ، والقانونيين اختلفوا في تحديد صفة صاحب حصة التأسيس ، فمنهم من جعله دائناً للشركة بنصيب من الربح ، ومنهم من جعله من الشركاء ، ومنهم من يرى أنه بائع ارتضى أن يكون ثمن المبيع حقاً احتمالياً غير محدد المقدار [4] .

ومن نظر في خصائص هذه الحصص عرف أنها ليست صفات الشريك أو خصائصه ، وإن سمي ما يعطى من المال ربحاً ، فأسماء الأشياء قد تختلف عن حقائقها ، فالشريك لابد أن يكون منه مال يكون بعض رأس مال الشركة أو عمل مستمر ، ولم يكن من صاحب حصة التأسيس عمل ولا مال ، فليس في الواقع من الشركاء ، وليس دائناً للشركة ، لأنه أعطاها حقاً معنوياً لا يكون ديناً [5] .

والباحث يتفق مع صاحب الرأي القائل : بأن الحقيقة القانونية التي تعتبر صاحب حصص التأسيس ، في مركز البائع الذي ارتضى أن يكون ثمن المبيع حقاً احتمالياً غير محدد المقدار ، يتقاضاه البائع في

---

[1] د. أحمد محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 171 .
[2] الشوكاني ، نيل الأوطار ، مرجع سابق ، ج 5 ص 392 .
[3] د. أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 171 .
[4] أ.د. فوزي عطوى ، مرجع سابق ، ص 243 ، 245 .
[5] د. أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 172 .

شكل أرباح كل عام مقابل ما قدمه من خدمات معنوية للشركة ، تتطابق تماماً مع الحقيقة الفقهية من أنه بيع مجهول الثمن من جهة المقدار ومن جهة زمن الدفع [1] .

**الحكم الشرعي لحصص التأسيس**

إذا اعتبرنا التكييف الفقهي لحصص التأسيس على أنها تتطابق مع بيع مجهول الثمن من جهة المقدار ومن جهة زمن الدفع ، وهذا نوع من الجهالة ويكون الحكم بعدم جواز إصدار حصص التأسيس وأنها من المعاملات المنهي عنها لأنها من بيع الغرر " بيع الغرر هو كل بيع احتوى جهالة أو تضمن مخاطرة أو قماراً وقد نهى عنه الشارع ومنع منه " [2] .

وإذا كان هذا التخريج غير صحيح ، وأصحابها ليسوا شركاء ولا دائنين ، كما تبين سابقاً ، فتكون أيضاً غير جائزة لعدم إمكانية تخريجها على عقد من العقود الشرعية ، هذا والله أعلم .

ومما يدل على خطأ إصدار مثل هذه الحصص أن بعض القوانين الوضعية الغربية والعربية ، كالقانون الفرنسي والمصري واللبناني قد حرم إصدار مثل هذه الحصص ، بسبب ما ظهر لهم من سوء استغلال تلك الحصص وما يثيره ذلك من منازعات بين أصحاب الحصص المذكورة وبين المساهمين تنتهي في أحيان كثيرة إلى حل الشركة [3] .

وقد ظهرت مفاسد أثناء تطبيق نظام هذه الحصص ، والتي تتمثل في ظلم باقي الشركاء لأن المؤسسين اتخذوا حصص التأسيس ذريعة للحصول على جانب كبير من الأرباح لا يتناسب وما أدوه من خدمة للشركة ، أو استخدام هذه الحصص كرشاوى ومحسوبيات عند بعض الجهات المعنوية ، لاسيما أنه لا يقتصر إصدار حصص التأسيس على الفترة التي يتم فيها تأسيس الشركة كما يوهم اسم هذه الحصص .

فهذه المفاسد وغيرها تكفي لتحريم هذه الحصص ، عدا الأمر الأول وهو الجهالة المفضية للتحريم ، وعدم تطابق حصص التأسيس مع أي من الصور الشرعية للمعاملات [4] .

**ثانياً : رأي الفقه في أنواع الأسهم من حيث الشكل**

**أ ـ الأسهم الإسمية**

لا حرج شرعاً في إصدار هذا النوع من الأسهم التي تحمل اسم صاحبها ، وهذا النوع المتبادر المعروف بين المساهمين ، فالمساهم يدفع مبلغاً من المال ، ويأخذ ما يثبت ملكيته لعدد من الأسهم مقابل هذا المبلغ [5] .

**ب ـ الأسهم لحاملها**

---

[1] المرجع السابق مباشرة ، ص 173 .
[2] السيد سابق ، فقه السنه ، مرجع سابق ، ج 3 ص 246 .
[3] أ.د. فوزي عطوى ، مرجع سابق ، ص 240 - 247 .
[4] د. أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 174 .
[5] المرجع السابق مباشرة ، ص 176 .

وهي على قولين **أحدهما** " أن المبيع في ( السهم لحامله ) هو حصة شائعة في موجودات الشركة وأن شهادة السهم هي وثيقة لإثبات هذا الاستحقاق في الحصة فلا مانع شرعاً من إصدار أسهم في الشركة بهذه الطريقة وتداولها " [1] .

والآخر لا يجيزها شرعاً لجهالة المشترك والتي تؤدي إلى أن يكون المساهم فاقد الأهلية ، وفاقد الأهلية لا يصح اشتراكه إلا من خلال وليه أو وصيه . بالإضافة إلى أنها تؤدي إلى إضاعة الحقوق في حال سرقت أو ضاعت أو استولى عليها مغتصب ، فإن حاملها يكون مالكاً لها وفي هذا تضييع لحقوق الأفراد وإيقاع للضرر بهم والشرع نهى عن كل ما فيه ضرر [2] .

والقول الراجح ـ والله أعلم ـ هو القول الأول لأنه صادر من هيئة شرعية لها مكانتها وتضم مجموعة من الباحثين والعلماء الأجلاء ، والرأي يصدر عنها بعد أبحاث ومناقشات وبعد أخذ الآراء مما يعد تعبيراً عن رأي جمهور العلماء ، والأمر الآخر أن حجج عدم الجواز التي ساقها أصحاب هذا الرأي ممكن حدوثها في أي منقولات مادية ولم يقل أحد بأن جميع المنقولات المادية يجب أن تكون إسمية .

كما أن معظم القوانين الوضعية وعلى اختلاف بينها في هذه المسألة تتيح لمن فقد أو سرق منه السهم أو السند لحامله أن يسترده ممن أصبح في حيازته [3] .

ولا يمنع ذلك من القول بأنه من الأفضل صدور قوانين تحظر إصدار أسهم لحاملها لما في ذلك من تحقيق مصلحة المساهمين ودفع الضرر المحتمل عنهم ولكن دون القول بأنها أحكام فقهية ، هذا والله أعلى وأعلم .

**ثالثاً : رأي الفقه في أنواع الأسهم من حيث الحقوق**

**أ ـ الأسهم العادية**

" لما كانت الأسهم العادية لا تعطي صاحبها أي حق ذي طبيعة خاصة وتساوي بين الشركاء عند توزيع الربح ، أو عند قسمة صافي موجوداتها ، أو عند التصويت في الجمعيات العامة للمساهمين ، ومقتضى ذلك استواء حاملي الأسهم العادية في الحقوق والواجبات ، من ثم تكون هذه الأسهم قد سلمت مما يعيبها أو يجعلها موضع شبهة مالم تكن الشركة المصدرة لهذه الأسهم تتعامل بالربا أخذاً أوعطاءاً ، أو في المحرمات بيعاً وشراءاً ، فإذا خلت من هذه المفاسد ، تعين القول بجوازها ، وإلى هذا الرأي ذهب جميع الفقهاء المعاصرون إذا ما اسقطنا من اعتبارنا الرأي الشاذ ببطلان شركات المساهمة جملة وتفصيلاً " [4] .

---

[1] قرارات مجمع الفقه الإسلامي ، مطبوعات منظمة المؤتمر الإسلامي ، جدة ، 1992 ، الدورة السابعة ، قرار 65 / 1 / 7 بشأن الأسواق المالية .

[2] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 175 .

[3] سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 348 .

[4] المرجع السابق مباشرة ، ص 354 .

والباحث يختلف مع هذا الرأي في الجزئية المتعلقة بالتصويت في الجمعيات العامة للمساهمين إذ يرى أن التصويت يجب أن يكون شخصياً بمعنى أن المساهم له صوت واحد بصرف النظر عن عدد الأسهم التي يملكها ، وذلك ليكون أعضاء مجلس الإدارة وكلاء عن أشخاص المساهمين وليسوا وكلاء عن أموالهم ، ولمنع إضرار الأغلبية بحقوق الأقلية .

**ب ـ الأسهم الممتازة**

ولهذه الأسهم أنواع بحسب الحقوق والمميزات الممنوحة لصاحب السهم الممتاز وفيما يلي ذكر لهذه الأنواع مع أحكامها الشرعية :

1. الأسهم التي تخول أصحابها أولوية في الحصول على الأرباح فتخصص لهم نسبة من الأرباح ، ثم توزع باقي الأرباح بالسوية على المساهمين ومنهم أصحاب الأسهم الممتازة . وهذا النوع من الأسهم يختص بعض المساهمين بزيادة في الربح دون باقي المساهمين على الرغم من تساوي المال والعمل منهم وهي لا تجوز بإجماع أهل العلم [1] .
2. الأسهم التي تخول أصحابها الحصول على فائدة سنوية ثابتة ، سواء ربحت الشركة أم خسرت ، ولا خلاف بين الفقهاء في تحريم اشتراط دراهم مسماة من الربح [2] ، وهذا النوع أعظم من سابقه في مخالفة شرع الله لأنه يستحق مبلغاً من المال ولو لم تربح الشركة ، ولا شيء أبعد عن العدل من هذا النوع من الأسهم [3] .
3. الأسهم التي تخول أصحابها استعادة قيمة الأسهم بكاملها عند تصفية الشركة قبل سائر المساهمين ، وهذا النوع لا يجوز إصداره وهو محرم شرعاً ، لأنه في حال الخسارة يؤدي هذا الامتياز إلى أن يتحمل الخسارة أصحاب الأسهم العادية وحدهم وهو شرط غير صحيح في جميع المذاهب الفقهية ، والفقهاء اتفقوا على أن الوضعية على قدر المال [4] .
4. الأسهم التي تعطي صاحبها أكثر من صوت في الجمعيات العمومية ، وهذا فيه ما في الأسهم الأولى من التفاوت في الحقوق لا مبرر له شرعياً ، وقد نهي الشرع الإسلامي عن التمييز أو التفضيل بين المتماثلين ، لأنه ينافي العدالة [5] .

**رابعاً : رأي الفقه في أنواع الأسهم من حيث الاستهلاك**

**أ ـ أسهم رأس المال**

إن أسهم رأس المال هي الصورة العادية للأسهم وهي جائزة شرعاً ، لأن الأصل بقاء المساهم في الشركة إلى حين انقضائها [1] .

---

[1] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 179 ، 180 .
[2] ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ، ج 5 ص 37 ، 38 .
[3] د. أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 180 .
[4] ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ، ص 31 .
[5] سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 356 .

**ب ـ أسهم التمتع**

سبق عند الكلام على أنواع الأسهم من حيث الاستهلاك وعدمه ، أن الأصل هو عدم استهلاك أسهم طالما أن الشركة قائمة [2] ، وقد نبهت بعض التشريعات الوضعية إلى أن استهلاك الأسهم قبل انقضاء حياة الشركة وإصدار أسهم تمتع للمساهمين يخل بمبدأ العدالة بين المساهمين في الشركة ، فقرر الشارع الفرنسي صراحة في المادة 209 / 1 أن تتم عملية استهلاك الأسهم على نحو تراعي معه المساواة والتي يجب أن تسود بين جميع المساهمين [3] .

" والاستهلاك بأشكاله المختلفة هو في الواقع استهلاك صوري لا حقيقي ، لأن الذي يأخذه المساهمون في مقابل أسهمهم أو مقابل أجزاء منها هو حقهم في الربح وليس شيئاً آخر ، والسهم يظل على ملك صاحبه ، وليس هناك طريق شرعي لاعتباره مبيعاً أو مسقطاً ، فيبقى لأصحابه إلى أن تصفى الشركة " [4] .

وبناءاً على ما سبق فأسهم التمتع لا تجوز شرعاً في جميع الصور واستهلاك الأسهم لا معنى له ، ولا يمكن تنزيل الاستهلاك على عقد شرعي صحيح [5] .

والباحث دون أن يخالف ما تقدم من رأي ، يرى أنه لا يوجد ما يمنع الشركات التي لها طبيعة خاصة كالشركات التي لديها عقود امتياز لها موعد انتهاء ، أو الشركات التي تتآكل ممتلكاتها مع توالي الزمن كالمناجم والمحاجر ، من أن تقوم بتوزيع دفعة أو دفعات متتالية في صورة توزيعات للربح شرط أن تكون لجميع المساهمين ، ومن دون إصدار أسهم تمتع .

### 2-3-2 السندات

**تعريف السند**

" السند هو عبارة عن صك يمثل حقاً للمقرض أي للدائن ، له قيمة إسمية واحدة ، وهو قابل للتداول و غير قابل للتجزئة ، تقدمه الشركة للدائن لقاء قرض طويل الأجل يتم عن طريق الاكتتاب العام " [6] .

وعرفه آخر بأن السند " عبارة عن صك مديونية يثبت لحامله حق اقتضاء ما قدمه من أموال على سبيل القرض كما يثبت حقه في الحصول على الفوائد التي تترتب على هذه المديونية في المواعيد المحددة في الصك . ويكون هذا الصك قابلاً للتداول وهي صكوك متساوية القيمة " [7] .

---

[1] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 184 ، 185 .
[2] انظر ص 57 من هذا المبحث .
[3] سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 359 .
[4] د. أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 183 .
[5] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 186 .
ـ د. أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 185 .
[6] المرجع السابق مباشرة ، ص 195 .
[7] عبد الستار بكري حسن ، بورصات الأوراق المالية في مصر ، القاهرة ، ط 1 ، 1999 ، ص 30 .

**خصائص السندات**

للسندات خصائص تميزها نوجزها فيما يلي :

**1. قرض السندات قرض جماعي**

قرض السندات قرض جماعي ، فالشركة لا تتعاقد مع كل مقرض على حدة ، ولكن تصدر بمقدار المبلغ الإجمالي للقرض عدداً من السندات متساوية القيمة ، والتساوي في القيمة يقضي المساواة بين حقوق حملة سندات إصدار واحد إزاء الشركة [1] .

**2. السند صك قابل للتداول**

السند كالسهم قابل للتداول فإذا كان إسمياً تنتقل ملكيته بطريق القيد في سجلات الشركة وإن كان لحامله فيتداول بطريق التسليم [2] .

**3. قرض السند طويل الأجل**

قرض السند طويل الأجل تتراوح مدته بين عشر سنوات وثلاثين سنة [3] .

**4. حامل السند يحصل على فائدة ربحت الشركة أم خسرت**

حامل السند يحصل على الفائدة بصرف النظر عن نتيجة نشاط الشركة ، ويجوز أن يشترط حملة السندات نسبة مئوية من الأرباح بالإضافة إلى الفائدة الثابتة ويسمى السند في هذه الحالة السند المشترك في الأرباح [4] .

**5. حملة السندات لا يشتركون في الجمعيات العمومية للمساهمين**

حامل السند لا يشترك في الجمعيات العمومية للمساهمين ولا يكون لقراراتها أي تأثير عليهم . ولا يجوز للجمعية أن تعدل التعاقد الذي يربطهم بالشركة ولا أن تغير ميعاد استحقاق الفوائد ولا نسبتها [5] .

**أنواع السندات**

يمكن تصنيف السندات التي تصدرها الشركات المساهمة إلى خمسة أنواع :

**أ ـ السند العادي**

هو السند ذو الاستحقاق الثابت ويصدر بقيمة إسمية محددة يتعين دفعها بالكامل ويحصل حاملها خلال مدة القرض على فوائد سنوية ثابتة ، فضلاً عن استيفاء قيمة السندات عند نهاية مدة القرض ، وتعطي فائدة مرتفعة نسبياً [6] .

**ب ـ السند المستحق الوفاء بعلاوة إصدار ( السند بخصم )**

---

[1] د. مصطفى كمال طه ووائل أنور بندق ، مرجع سابق ، ص 417 .
[2] سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 364 .
[3] د. أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 93 .
[4] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 130 .
[5] المرجع السابق مباشرة ، ص 130 .
[6] المرجع السابق مباشرة ، ص 132 .

ويصدر بقيمة إسمية محددة ولكن المقرض يدفع قيمة أقل والفرق بين القيمتين هو علاوة الإصدار ويكون الوفاء بقيمة السند عند الاستحقاق طبقاً لقيمته الإسمية [1] .

**جـ ـ السند ذو النصيب**

وهو سند يصدر بقيمة إسمية محددة ويكتتب فيه بذات القيمة ، ويحصل مالكه على الفائدة السنوية الثابتة المقررة ، كما تجري الشركة المصدرة سنوياً قرعة لإخراج عدد معين من السندات من التداول حيث يتم استهلاكها وتصبح مستحقة الأداء ويدفع إلى أصحابها مكافأة مالية كبيرة القيمة [2] .

**د ـ السند المضمون**

وهو السند الذي يصدر من الشركة كالسندات العادية ولكن تكون مضمونة بضمان عيني ( رهن ) أو ضمان أحد المؤسسات أو البنوك [3] .

**هـ ـ السند القابل التحول إلى سهم**

يعطي هذا النوع من السندات لمالكه الحق في طلب تحويله إلى سهم أو اقتضاء قيمته إذا رغب في ذلك .

ويتم إصدار هذا النوع من السندات بقرار من الجمعية العمومية للمساهمين ، وغالباً ما يعطي المساهمون الأصليون في الشركة حق الأولوية في الاكتتاب في هذا النوع من السندات [4] .

**وجه الاختلاف بين الأسهم والسندات**

بعد التعريف بالأسهم والسندات وخصائص كل منهما يتبين أن السند يقترب من السهم من حيث أن كل منهما صك قابل للتداول بالطرق التجارية ، ويصدر كل منهما بقيمة إسمية متساوية وغير قابلة للتجزئة إلا أنهما يفترقان من زوايا عديدة :

1. حامل السند يعتبر دائناً للشركة ، فالعلاقة التي تربطه بالشركة هي علاقة دائنية ومديونية ، بينما المساهم صاحب حق في الشركـة إذ يكون شريكاً بمقدار السهـم في الشركـة [5] .
2. لحامل السند فضلاً عن حقه في استرداد قيمة السند بالكامل في ميعاد استحقاقه الحصول على الفوائد الثابتة من الشركة سواء حققت أرباحاً أم لا ، بينما ليـس لحـامل السهم إلا نصيب في الأرباح الصافية للشركـة في حال تحققهـا [1] .

---

[1] عبد الستار بكري حسن ، مرجع سابق ، ص 32 .
[2] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 133 .
[3] عبد الستار بكري حسن ، مرجع سابق ، ص 32 .
[4] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 134 .
[5] د. أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 101 .

3. ليس لحامل السند باعتباره دائناً أي حق في التدخل أو الاشتراك في إدارة الشركة ، بينما للمساهم حق الاشتراك في إدارة الشركة والرقابة عليها من خلال الجمعية العامة للمساهمة [2] .
4. لحامل السند ضماناً عاماً على أموال الشركة فلا يسترد أصحاب الأسهم قيمة أسهمهم عند حل الشركة وتصفيتها إلا بعد الوفاء بقيمة السندات والفوائد المستحقة وكافة ديون الشركة [3] .
5. يمكن أن يصدر السند بأقل من قيمته الإسمية أي بخصم إصدار بينما لا يمكن إصدار السهم بأقل من قيمته [4] .
6. يتم استهلاك السندات في نهاية المدة المحددة للقرض أو خلالها وفقاً لنصوص إصدار القرض ونشرة الاكتتاب ، بينما لا يجري على الأسهم ما يجري على السندات فلا تستهلك وتظل قائمة بقيام الشركة [5] .
7. ليس هناك ميعاد لتوزيع الأرباح على المساهمين لأن ذلك رهن بانعقاد الجمعية العامة للمساهمين بينما تدفع الفائدة على السندات في ميعاد دوري محدد مبين على الكوبون المرفق بالسند [6] .

**موقف الفقه الإسلامي من السندات**

اختلف العلماء المعاصرون في حكم السندات على قولين :

**القول الأول**

تحريم السندات بكل أنواعها ، مهما اختلفت التسميات مادامت سنداً أو شهادة يلتزم المصدر بموجبها أن يدفع لحاملها القيمة الإسمية عند الاستحقاق مع فائدة متفق عليها ، أو ترتيب نفع مشروط أياً كان ، وهو قول الكثرة الغالبة من الفقهاء والباحثين المعاصرين [7] .

والسندات التي سبق تعريفها [8] ، تغل فائدة ثابتة محددة زمناً ومقداراً أو متغيرة ولكنها لا ترتبط بنتيجة نشاط الشركة سلباً وإيجاباً ، لا تخرج عن كونها عقد قرض اجتمعت فيه عناصر ربا الديون الثلاثة وهي الدين ، والأجل ، وزيادة مشروطة في الدين مقابل الأجل ، والزيادة المشروطة على أصل القرض من قبيل الربا المحرم شرعاً بمقتضى الكتاب والسنة والإجماع [9] .

**أولاً : القرآن**

---

[1] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 208 .
[2] علي شلبي ، بورصة الأوراق المالية دراسة علمية وعملية ، مكتبة النهضة المصرية ، القاهرة ، ط 1 ، 1962 ، ص 32 .
[3] سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 365 ، 366 .
[4] علي شلبي ، مرجع سابق ، ص 30 .
[5] سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 366 .
[6] المرجع السابق مباشرة ، ص 366 .
[7] د. أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 291 .
[8] انظر ص 64 من هذا البحث .
[9] سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 379 .

فقوله تعالى **" يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُواْ لاَ تَأْكُلُواْ الرِّبَا أَضْعَافًا مُّضَاعَفَةً وَاتَّقُواْ اللّهَ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ "** [1] ، وقوله تعالى **" يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُواْ اتَّقُواْ اللّهَ وَذَرُواْ مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنتُم مُّؤْمِنِينَ فَإِن لَّمْ تَفْعَلُواْ فَأْذَنُواْ بِحَرْبٍ مِّنَ اللّهِ وَرَسُولِهِ وَإِن تُبْتُمْ فَلَكُمْ رُؤُوسُ أَمْوَالِكُمْ لاَ تَظْلِمُونَ وَلاَ تُظْلَمُونَ "** [2] ، وقوله تعالى **" وَأَحَلَّ اللّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَن جَاءهُ مَوْعِظَةٌ مِّن رَّبِّهِ فَانتَهَىَ فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللّهِ "** [3] .

**ثانياً : السنة**

قوله صلى الله عليه وسلم " لعن الله آكل الربا ، ومؤكله ، وشاهديه ، وكاتبه " [4] رواه البخاري ومسلم وأحمد وأبو داود والترمذي ، وقوله صلى الله عليه وسلم " لدرهم ربا أشد عند الله من ست وثلاثين زنية في الخطيئة " [5] رواه الدار قطني .

**ثالثاً : الإجماع**

الإجماع فلِما ذكره ابن المنذر " أجمعوا على ان المسلف إذا شرط على المستلف زيادة أم هدية فأسلف على ذلك ، أن أخذ الزيادة على ذلك ربا " [6] .

**القول الثاني**

جواز التعامل بالسندات . ذهب بعض الكتاب إلى القول بجواز التعامل بالسندات بيعاً وشراءاً اعتماداً على كل أو بعض أو واحد من الأسباب التالية :

1. القروض الانتاجية ليس فيها ربا .
2. الربا المحرم هو الأضعاف المضاعفة وحدها .
3. حيازة السندات هو نوع من أنواع المضاربة الشرعية .
4. مبدأ الضرورة يبيح الاستثمار في السندات .
5. النص القرآني بشأن الربا مجمل ، وبالتالي يمكن إباحة السندات للحاجة والمصلحة [7] .

**أولاً : قولهم أن القروض الإنتاجية ليس فيها ربا**

---

[1] سورة آل عمران ، الآية 130 .
[2] سورة البقرة ، الآية 278 ، 279 .
[3] سورة البقرة ، الآية 275 .
[4] السيد سابق ، فقه السنة ، مرجع سابق ، ج 3 ص 283 .
[5] المرجع السابق مباشرة ، ج 3 ص 283 .
[6] ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ، ج 4 ص 354 .
[7] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 210 .

يفرق أصحاب هذا الرأي بين القروض الإنتاجية وهي تلك التي تنفق إنفاقاً استثمارياً ، وتنتج عائداً نقدياً ، وبين القروض الاستهلاكية والتي تنفق إنفاقاً استهلاكيا لسد حاجات القطاع العائلي الأساسية من غذاء وسكن وملبس ... إلخ ولا يتولد عنها عائد نقدي [1] .

**مناقشة مبررات هذا الرأي والرد عليها**

ربا الجاهلية كما تثبته الوقائع التاريخية وحال العرب كان الجزء الأكبر منها في القروض التجارية الاستثمارية ، ويدل على ذلك :

**أ ـ** ما روي أن سبب نزول قوله تعالى **" يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُواْ اتَّقُواْ اللّهَ وَذَرُواْ مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنتُم مُّؤْمِنِينَ "** [2] ، وقد ذكروا أن هذا السياق نزل في بني عمر بن عمير من ثقيف وبني المغيرة من بني مخزوم ، كان بينهم ربا في الجاهلية ، فلما جاء الإسلام ودخلوا فيه طلبت ثقيف أن تأخذه منهم ، فتشاوروا وقالت بنو المغيرة : لا نؤدي الربا في الإسلام بكسب الإسلام ، فكتب في ذلك عتاب بن أسيد نائب مكة إلى رسول الله صلى الله عليه وسلم فنزلت هذه الآية فكتب بها صلى الله عليه وسلم إلى عتاب ، فعلمت بها ثقيف فقالوا : نتوب إلى الله ، ونذر ما بقي من الربا فتركوه كلهم [3] .

ووجه الدلالة هنا أنه لا يعقل أن يقترض بنو المغيرة ـ وهم أهل جاه ومكانة ـ لكي يقتاتوا ، بل الأرجح أن اقتراضهم كان من أجل التجارة [4] .

**ب ـ** أن نصوص القرآن التي جاءت بتحريم الربا نصوص عامة لم تخصص قرضاً دون قرض ، ولم يأت من الأدلة ما يخصصها ، فهي تعم القروض التجارية والاستهلاكية [5] .

**جـ ـ** القول بأن القروض الاستهلاكية وحدها هي محل الاستغلال دون القروض الإنتاجية أمر لا يسلم من تحكم في الرأي . فالاستغلال يشمل جميع التصرفات التي لا يتحقق فيها التوازن بين طرفي العقد ، ودليل ذلك أن المصارف اليوم تربح أضعافاً مضاعفة ومع ذلك فإنها لا تمنح المقرض إلا النذر اليسير وهذا أكبر استغلال للمقرض [6] .

**ثانياً : قولهم أن الربا المحرم هو الأضعاف المضاعفة وحدها**

يرى البعض أن الربا المحرم هو ما كان أضعافاً مضاعفة فقط لقوله تعالى **" يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُواْ لاَ تَأْكُلُواْ الرِّبَا أَضْعَافًا مُّضَاعَفَةً وَاتَّقُواْ اللّهَ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ "** [7] . حيث يثبت أصحاب هذا الرأي أن الربا المحرم مشروط ومقيد بالقيد المذكور أما قوله تعالى **" وَأَحَلَّ اللّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا "** [8] ، فهو من قبيل

---

[1] المرجع السابق مباشرة ، ص 211 .
[2] سورة البقرة ، الآية 278 .
[3] محمد علي الصابوني ، مرجع سابق ، ج 1 ص 249 .
[4] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 214 .
[5] د. أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 310 .
[6] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 223 .
[7] سورة آل عمران ، الآية 130 .
[8] سورة البقرة ، الآية 275 .

قبيل المطلق ، الذي يجب أن يحمل على المقيد في الآية الأولى التي دلت بمنطوقها على النهي عن الربا الذي يكون أضعافاً مضاعفة ، ودلت بمفهوم المخالفة على إباحة الربا إذا لم يكن كذلك [1] .

**مناقشة مبررات هذا الرأي والرد عليها**

يعرف الأصوليون الذين يأخذون بهذه الدلالة بأنها إثبات حكم المنطوق للمسكوت عنه إذا قيد الكلام بقيد يجعل الحكم مقصوراً على حال هذا القيد ، فإن النص يدل بمنطوقه على الحكم المنصوص عليه ، ويدل بمفهوم المخالفة على عكسه في غير موضع القيد [2] . ويشترط للأخذ به شرطان :

**أولهما :** ألا يكون للقيد الذي قيد به الكلام فائدة أخرى ثابتة كالتنفير أو الترغيب أو الترهيب ، ومن ذلك قوله **" يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُواْ لاَ تَأْكُلُواْ الرِّبَا أَضْعَافًا مُّضَاعَفَةً "** [3] وقد قام الدليل على أن الوصف للتنفير بقوله تعالى **" وَإِن تُبْتُمْ فَلَكُمْ رُؤُوسُ أَمْوَالِكُمْ لاَ تَظْلِمُونَ وَلاَ تُظْلَمُونَ "** [4] .

**ثانيهما :** ألا يقوم دليل خاص في المحل الذي يثبت فيه مفهوم المخالفة ، ومن ذلك قوله تعالى **" يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُواْ كُتِبَ عَلَيْكُمُ الْقِصَاصُ فِي الْقَتْلَى الْحُرُّ بِالْحُرِّ وَالْعَبْدُ بِالْعَبْدِ وَالأُنثَى بِالأُنثَى "** [5] ، والدليل الخاص قوله سبحانه وتعالى **" وَكَتَبْنَا عَلَيْهِمْ فِيهَا أَنَّ النَّفْسَ بِالنَّفْسِ وَالْعَيْنَ بِالْعَيْنِ "** [6] ، وقد أثر عن النبي صلى الله عليه وسلم أنه قال : " النفس بالنفس " .

فإذا ما تتبعنا الوصف موضوع الدراسة نجد أن مفهوم المخالفة فقد الشرط الأول لعمله لأنه قصد به التنفير والترهيب لأن الله تعالى أتى بقوله أضعافاً مضاعفة توبيخاً لهم على ما كانوا يفعلون وإبراز لفعلهم السيء ، وتشهيراً بهم ، وقد جاء مثل هذا في قوله تعالى **" وَلا تُكْرِهُوا فَتَيَاتِكُمْ عَلَى الْبِغَاء إِنْ أَرَدْنَ تَحَصُّنًا "** [7] ، فليس الغرض أن يحرم عليهم إكراه الفتيات على البغاء في حالة إرادتهن التحصن وأنه يبيحه لهن إذا لم يردن التحصن ، ولكنه يبشع بهم وبما يفعلون [8] .

كذلك فقد مفهوم المخالفة الشرط الثاني للعمل به لقيام الدليل الخاص في المحل الذي يثبت فيه مفهوم المخالفة وذلك في قوله تعالى **" وَأَحَلَّ اللّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَن جَاءهُ مَوْعِظَةٌ مِّن رَّبِّهِ فَانتَهَىَ فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُوْلَئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ يَمْحَقُ اللّهُ الْرِّبَا وَيُرْبِي الصَّدَقَاتِ وَاللّهُ لاَ يُحِبُّ كُلَّ كَفَّارٍ أَثِيمٍ إِنَّ الَّذِينَ آمَنُواْ وَعَمِلُواْ الصَّالِحَاتِ وَأَقَامُواْ الصَّلاَةَ وَآتَوُاْ الزَّكَاةَ لَهُمْ أَجْرُهُمْ عِندَ رَبِّهِمْ وَلاَ خَوْفٌ عَلَيْهِمْ وَلاَ هُمْ يَحْزَنُونَ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُواْ اتَّقُواْ اللّهَ وَذَرُواْ مَا بَقِيَ**

[1] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 226 .
[2] محمد أبو زهرة ، مرجع سابق ، ص 148 .
[3] سورة آل عمران ، الآية 130 .
[4] سورة البقرة ، الآية 279 .
[5] سورة البقرة ، الآية 178 .
[6] سورة المائدة ، الآية 45 .
[7] سورة النور ، الآية 33 .
[8] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 219 .

**مِنَ الرِّبَا إِن كُنتُم مُّؤْمِنِينَ فَإِن لَّمْ تَفْعَلُواْ فَأْذَنُواْ بِحَرْبٍ مِّنَ اللّهِ وَرَسُولِهِ وَإِن تُبْتُمْ فَلَكُمْ رُؤُوسُ أَمْوَالِكُمْ لاَ تَظْلِمُونَ وَلاَ تُظْلَمُونَ "** [1]،[2] .

وما أصدق سيد قطب حيث قال : إن أضعافاً مضاعفة ليس وصفاً تاريخياً فقط للعمليات الربوية التي كانت واقعة في الجزيرة ، والتي قصد إليها النهي هنا بالذات ، إنما هو وصف ملازم للنظام الربوي المقيت ، أياً كان سعر الفائدة [3] .

والباحث يتفق مع ما تقدم ويرى خطأ القول بأن الربا المحرم هو الأضعاف المضاعفة وحدها من جهة مخالفة هذا الرأي للعقل والمنطق ، لأنه من المعلوم أن أول الضعف إثنين فتكون الأضعاف أربعة والمضاعفة ستة أو ثمانية ، فهل يعقل أن يكون المقصود من النص القرآني أن 600% أو 800% ربا في أصل المبلغ المقترض أو في معدل الفائدة هو الأضعاف المضاعفة فقط - أي الربا المحرم - وما دون ذلك مباح ! أعتقد أنه في ضوء هذا الإيضاح لايوجد من يقبل القول بذلك .

**ثالثاً : قولهم حيازة السندات نوع من أنواع المضاربة**

يرى بعض الفقهاء أن العلاقة بين مصدر السند وحائزه ليست علاقة مقرض بمقترض وأن العقد الذي بينهما ليس عقد قرض ، إنما هو عقد مضاربة يكون فيه مصدر السند عاملاً وحائزه رب المال [4].

**مناقشة مبررات هذا الرأي والرد عليها**

إن تصوير التعامل بالسندات ذات الفائدة على أساس أنه مضاربة ، مجرد تغطية لفظية لا يمكن أن تخفي طبيعة السندات بوصفها قرضاً مهما اتخذ لها من مسميات [5] .

ويوجد فرق كبير بين السندات والمضاربة باعتبار حقيقة كل منهما :

**فالمضاربة الشرعية** هي دفع مال لآخر ليتجر به على أن يكون الربح مشاعاً على ما شرط والخسارة على صاحب المال وحده . **أما السندات** فهي عبارة عن صك مديونية يثبت لحامله حق اقتضاء ما قدمه من أموال على سبيل القرض كما يثبت حقه في الحصول على الفوائد التي تترتب على هذه المديونية في المواعيد المحددة في الصك [6] .

ويمكن أن نقف من خلال التعريفات السابقة على الفروق التالية :

---

[1] سورة البقرة ، الآية 275 - 279 .
[2] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 218 .
[3] سيد قطب , مرجع سابق ، ج 1 ص 467 .
- د. محمد سليمان عبدالله الأشقر ، مرجع سابق , ص 66 , 67.
[4] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 221 ، 222 .
[5] د. المرجع السابق مباشرة ، مرجع سابق ، ص 224 .
[6] د. أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 298 ، 299 .

ـ السند قرض لجهة معينة كما عرفه واضعوه ، لا مشاركة مع تلك الجهة ، وصاحب السند يأخذ فائدة ثابتة لا علاقة له بالربح والخسارة ، تتناسب مع مقدار القرض ومدة القرض وسعر الفائدة .
ـ صاحب السند يضمن رجوع رأس المال كاملاً في كل الأحوال ، بينما تكون الخسارة في المضاربة على رأس المال ، والعامل يخسر عمله وجهده .
ـ لم يعط صاحب السند ماله للجهة المصدرة له لتتجر به ، بل لأخذ فوائد معلومة مقدرة بأوقات محددة.
ـ لا تأخذ البنوك هذه الأموال لأجل التجارة بها ، بل عملها الذي نشأت من أجله أخذ الأموال من المودعين ثم إقراضها من جديد بفائدة ، فتقوم بدور الوسيط بين المودعين والمقترضين . وعليه فإن الفرق بين السندات وشركة المضاربة كبير جداً في حقيقة كل منهما [1] .

**رابعاً : قولهم إباحة السندات على مبدأ الضرورة**

يرى البعض أن المصارف والأسواق المالية وشركات التأمين هي محور النشاط الاقتصادي في العالم اليوم ، كما أن المعاملات التجارية والاستثمارية لابد لها أن تمر بصورة أو بأخرى عبر هذه المؤسسات التي تشكل الفائدة عصب نشاطها ، وتلعب كذلك نفس الدور بالنسبة للأنشطة الحكومية ، ويرون كذلك أن التعامل مع مؤسسات التمويل الدولية يفرض علينا التعامل معها بشروطها ولوائحها [2].

**مناقشة مبررات هذا الرأي والرد عليها**

سبق الرد على الضرورة في موضع سابق من هذا البحث [3] ، ونورد هنا الشروط التي يجب توافرها لتتحقق الضرورة التي تبيح فعل المحظور :
ـ لقد أجمع الفقهاء على أن الضرورة المبيحة لتناول المحرم هي تلك التي يخاف الفرد على نفسه الهلاك إن لم يتناول المحرم علماً أو ظناً أو خوف الموت [4] .
ـ يقرر الفقهاء أن الضرورة تقدر بقدرها ولا يتوسع فيها ، ولذلك نجدهم يقولون " ويباح للمضطر أكل ما يسد الرمق ويحرم ما زاد على الشبع ولا يجوز له استصحابها وبيعها لأنه توسع فيما لم يبح إلا لضرورة " [5] .
ـ من ضوابط الضرورة أن لا يكون هناك بدائل أخرى من المباحات لتحقيق الغرض ، كما أن الضرورة تكون في أفعال الآحاد وإن جازت لمضطر بعينه فإنها خاصة به ولا تنسحب على غيره ، والضرورة في كل الأحوال وضع طارئ ، ولا يمكن أن تكون أصلاً تقنن وتشرع لها التشريعات [6] .

**خامساً : قولهم إباحة التعامل بالسندات للحاجة والمصلحة**

---
[1] المرجع السابق مباشرة ، ص 299 ، 300 .
[2] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 229 .
[3] انظر ص 45 ، 46 من هذا البحث .
[4] ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ، ص 595 .
[5] المرجع السابق مباشرة ، 592 - 597 .
[6] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 220 .

ذهب أصحاب هذا الرأي إلى القول بأن الربا الذي ورد ذكره في القرآن مجمل لأن النص قد حرم الربا وكلمة الربا وهي مطلق الزيادة ، ليست مراده إذ ليست كل زيادة محرمة ، والسنة هي المفسرة والموضحة لما أجمله القرآن . ولذلك يجب البحث في السنة الشريفة لتوضيح ما أجمله النص ، ومن أكثر الأحاديث وضوحاً ما رواه النبي صلى الله عليه وسلم " لا تبيعوا الذهب بالذهب ولا الورق بالورق ، إلا وزناً بوزن ، مثلاً بمثل ، سواءً بسواء " [1] ، وهذا خاص بالبيوع الربوية فانحصر التحريم فيها ، أما القروض الربوية فهي تقاس عليها وليس أصلاً في التحريم [2] .

**مناقشة مبررات هذا الرأي والرد عليها**

ـ قام هذا الرأي على أساس التفرقة بين البيع الربوي والقرض الربوي ، وأن القرض الربوي ليس أصيلاً في التحريم ومن ثم تزول الحرمة عند الحاجة ، ولكن هذه التفرقة ليس لها أساس من الصحة ، فالقرض الربوي محرم بنصوص ثابتة مقطوع بها من الكتاب والسنة [3] .

ـ والحاجة أقل مرتبة من الضرورة [4] ، ولا يتوقف عليها هلاك نفس ولا إهدار عرض وبالتالي ينطبق عليها ما سبق ذكره بالنسبة للضرورة ، وكذلك المصلحة التي تعارض النص فهي مصلحة ملغاة لا يلتفت إليها [5] .

بعد ما تقدم من مناقشات فإن الفائدة على أنواع القروض كلها ربا محرم ، لأن نصوص الكتاب والسنة وما انعقد عليه إجماع المسلمين قاطعة في تحريم كافة الفوائد على القروض كلها وهو ما انتهت إليه المؤتمرات وكبار رجال الفتوى في الإسلام [6] .

والراجح من الأقوال هو القول الأول القاضي بتحريم السندات بجميع أنواعها لوضوح وقوة أدلتها ، ولأن أدلة الأقوال الأخرى ضعيفة بما ورد عليها من المناقشات [7] .

**خلاصة الفصل :** التشريع الإسلامي يتسع لجميع الشركات التي يحتاجها البشر في كل زمان ومكان بصرف النظر عن المسميات طالما أنها موافقة للضوابط الشرعية ، وشركة المساهمة التي تخلو من الربا وذات نشاط مباح جائزة شرعاً .

[1] صحيح مسلم ، مرجع سابق ، ج 11 ص 1950 ، كتاب المساقاة ، باب الربا ، حديث رقم 1584 .
[2] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 234 .
[3] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 231 .
[4] د. نعمت عبد اللطيف مشهور ، أساسيات الاقتصاد الإسلامي ، مرجع سابق ، ص 56 ، 94 .
[5] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 239 ، 240 .
[6] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 245 .
[7] د. أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 314 .

الأسهم العادية التي تساوي بين الشركاء في الحقوق والواجبات ، وتصدرها الشركات المساهمة الموافقة للضوابط الشرعية جائزة شرعاً باتفاق الفقهاء المعاصرين ، وماعداها من الأسهم التي تعطي مميزات خاصة لبعض الشركاء دون البعض الآخر لا تجوز بإجماع أهل العلم .

كما أن حصص التأسيس تتطابق مع بيع مجهول الثمن من جهة المقدار ومن جهة زمن الدفع ، وهذا نوع من الجهالة وحكمها عدم الجواز لأنها من بيع الغرر المنهي عنه .

أما السندات بجميع أنواعها ومسمياتها محرمة شرعاً لكونها عقد قرض بفائدة .

# الفصل الثالث

# تسعير الأسهم

## الفصل الثالث

## تسعير الأسهم

سنتناول في هذا الفصل أثر المعلومات في تحديد أسعار الأسهم ، ودور التحليل الأساسي والتحليل الفني في الاستفادة من المعلومات ، وطرق تسعير الأسهم ، وبيان

موقف الفقه الإسلامي من التسعير ، وأهم مؤشرات أسعار الأسهم ، والانتقادات الموجهة إليها ، وذلك من خلال:

**المبحث الأول : دور المعلومات في تحديد أسعار الأسهم .**

**المبحث الثاني : طرق تحديد أسعار الأسهم في البورصة .**

**المبحث الثالث : مؤشرات أسعار الأسهم .**

## المبحث الأول

## دور المعلومات في تحديد أسعار الأسهم

سنتناول في هذا المبحث مدى حاجة المتعاملين في البورصة إلى الإفصاح عن المعلومات المالية وغير المالية المتوافرة عن شركة المساهمة ، ومصادر الحصول على المعلومات ، وأثر ذلك في تحديد الأسعار السوقية التي تتداول بها أسهم تلك الشركات ، والدور الذي يلعبه التحليل الأساسي والتحليل الفني في الاستفادة من المعلومات ، ليتمكن

المتعاملون في البورصة من اتخاذ القرارات بشأن الاستثمار في الأسهم المتداولة فيها وذلك من خلال النقاط التالية :

**1-1-3 المعلومات اللازم الإفصاح عنها للمتعاملين في البورصة .**

**2-1-3 مصادر الحصول على المعلومات .**

**3-1-3 التحليل الأساسي والتحليل الفني .**

### 1-1-3 المعلومات اللازم الإفصاح عنها للمتعاملين في البورصة

تخدم المعلومات الأساسية التي يتم الإفصاح عنها من قبل شركات المساهمة أطراف مختلفة ، كالمقرضون ، والجهات الحكومية ، ومراقبي الحسابات ، والإدارة ، والمستثمرون ويستفيد كل طرف من هذه الأطراف من المعلومات في ضوء الهدف الذي يسعى إلى تحقيقه [1] .

ويقصد بالإفصاح عن المعلومات اتباع سياسة الوضوح الكامل وإظهار جميع الحقائق المالية وغير المالية التي تعتمد عليها الأطراف المهتمة بشركة المساهمة في اتخاذ قراراتها بصورة سليمة [2] .

**الحاجة إلى المعلومات**

المستثمرون في " الأسهم العادية " [3] لشركات المساهمة في حاجة إلى المعلومات بصفة مستمرة ، وذلك لأن المستثمرون أكثر الأطراف تعرضاً للمخاطرة ، لأنهم أكثر الأطراف للمكاسب في حالة نجاح هذه الشركات وفي نفس الوقت أكثر الأطراف تحملاً للخسائر في حالة فشل هذه الشركات [4] .

---

[1] د. طارق عبد العال حماد ، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الأسكندرية ، 2005 ، ص 51 - 55 .
[2] المرجع السابق مباشرة ، ص 55 .
[3] تم الاقتصار على الأسهم العادية لكونها النوع الوحيد المجاز من جميع الفقهاء المعاصرين مع الأخذ في الاعتبار الاختلاف المتعلق بجزئية عدم المساواة عند التصويت في الجمعيات العمومية للمساهمين . انظر ص 52 ، 62 من هذا البحث .
[4] د. طارق عبد العال حماد ، مرجع سابق ، ص 53 .

ولكي يتمكن المستثمرون من اتخاذ القرار السليم في شأن شراء أو بيع أسهم ، ينبغي أن يتوافر لديهم المعلومات التي يحتمل أن تؤثر على القيمة السوقية لهذه الأسهم [1] .

يتفق الأكاديميون والممارسون على أن السعر الذي يباع به السهم في البورصة يتحدد على ضوء القيمة السوقية للشركة ، والتي تتحدد بدورها على ضوء متغيرين أساسيين هما : التدفقات النقدية المتوقع أن تتولد عن عمليات الشركة ( الأرباح الحالية والمرتقبة ) ، والمعدل الذي تخصم به هذه التدفقات للوصول إلى قيمتها الحالية التي تعادل القيمة السوقية للشركة . ومعرفة هذين المتغيرين يكشفان عن طبيعة المعلومات المطلوبة وهو ما يكشف بدوره عن المصدر الملائم للحصول على تلك المعلومات [2].

بالنسبة **للمتغير الأول** التدفقات النقدية المتوقعة ، فإنها تتأثر تأثراً مباشراً بمبيعات الشركة وقدرتها على الرقابة على عناصر التكاليف ، وحجم المبيعات يتأثر بعوامل من داخل الشركة إضافة إلى عوامل من خارج الشركة . وفي مقدمة العوامل الخارجية الظروف العامة للصناعة والتي من بينها حدة المنافسة بين الشركات المكونة لها . كذلك الظروف الاقتصادية العامة من رواج أو كساد أو تضخم ، وهي بالطبع ظروف تتأثر بها كافة الشركات ولكن بدرجات متفاوتة . وأخيراً لا يمكن تجاهل الظروف الدولية ، والتي قد يكون لها تأثير قوي على اقتصاد الدولة ، وهو تأثير يمتد في النهاية إلى التدفقات النقدية للمنشآت العاملة بها .

أما **المتغير الثاني** معدل خصم التدفقات النقدية [3] ، فيتمثل في الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه المستثمر الذي يستثمر أمواله في أسهم شركة معينة . ومن المحددات الرئيسية لمعدل الخصم معدل الفائدة الحقيقي ، والذي يقدر بمعدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر ، ويعتبر العائد على أذونات الخزانة التي تصدرها الحكومة والتي عادة ما لا تتجاوزفترة استحقاقها عن سنة ، مثالاً على الاستثمار الخالي من المخاطر أي مثالاً لمعدل الفائدة الحقيقي [4] .

**المعلومات الأساسية اللازم الإفصاح عنها**

المعلومات الأساسية اللازم الإفصاح عنها لجمهور المتعاملين في البورصة ، إما أن تكون مالية أو غير مالية وكلاهما ذو تأثير على أسعار الأسهم العادية المتداولة في البورصة ، والشكل التالي يوضح أنواع المعلومات [5] .

**أنواع المعلومات**

**مالية** — **غير مالية**

**تاريخية**: هي معلومات مستخرجة من القوائم المالية عن سنوات سابقة مثل الإيراد من المبيعات ، والدخل

**حالية**: هي معلومات متاحة ومنشورة وقت اتخاذ قرار بيع الأوراق المالية أو شرائها مثل الأرباح الموزعة

**مستقبلية**: هي معلومات متوقعة وغير مؤكدة ويتم نشرها بمعرفة إدارة الشركة أو المحللين الماليين مثل التنبؤ

**داخلية**: هي معلومات ليست متاحة للنشر ويعتبر نشرها غير قانوني لأنها قد تضر بالشركة مثل تعثر

[1] د. منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، منشأة المعارف ، الأسكندرية ، 1999 ، ص 211 .
[2] المرجع السا[بق] ص 211 ، 212 .
- د. محمد إبر[اهيم عبد السلام] تركي ، تحليل التقارير المالية ، مطابع جامعة الملك سعود ، 1416 هـ ، ص 265 - 271 .
[3] الباحث ينبه إلى ان معدل الخصم الذي يروج له الأكاديميون الغربيون ومن يدور في فلكهم ما هو إلا المعدل الحقيقي للفائدة الربوية المنهي عنها شرعاً .
[4] د. منير إبـ[راهيم هندي ، الأو]راق المالية [وأسواق رأس] المال ، مرجع [سابق ، ص] 213 .
[5] د. محمود [... عبد السلا]م تركي ، مر[جع سابق ، ص] 227 .

م

يتبين من الشكل السابق أن المعلومات التاريخية والحالية هما الأساس في التوصل إلى المعلومات المستقبلية .

وفيما يلي عرض للمعلومات الداخلية والخارجية التي تؤثر على الأسعار التي تتداول بها الأسهم في البورصة ، فنبدأها بالظروف العالمية ومدى تأثيرها على الاقتصاد القومي للدولة ، فالمعلومات المتعلقة بالظروف الاقتصادية المحلية ، ثم الانتقال إلى المعلومات عن الصناعة التي تنتمي إليها الشركة ، وأخيراً المعلومات المتاحة عن الشركة ذاتها .

- **الظروف العالمية**

يقصد بالشئون العالمية المعلومات المتاحة عن حروب أو توترات سياسية أو اجتماعية أو اقتصادية محتملة في منطقة ما . مثل هذه الأحداث وما شابهها عادة ما تترك آثاراً على اقتصاد دول أخرى ، ويكون لها بصمات على حركة أسواق رأس المال بها . وإذا كانت تلك المعلومات في صورة قد لا تسمح للمستثمر العادي أن يستخلص منها العبر والنتائج ، فإن هناك محللين وخبراء ينشرون وجهات نظرهم في صحف ومجلات موضحين تأثير تلك الأحداث على اقتصاد الدولة وقطاعات الأعمال فيها ، بل وتأثيرهما على أسعار الأسهم التي تصدرها شركة ما [1] .

- **الظروف الاقتصادية المحلية**

---
[1] د. منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص 214 ، 215 .

إذا كانت الحالة الاقتصادية في الدولة تتأثر بما يجري في العالم من أحداث ، فإنها تتأثر كذلك بمتغيرات من داخل الدولة ذاتها . ومن بين الأحداث الداخلية درجة النمو الاقتصادي في الدولة ، ومستوى التضخم ، واتجاه سعر الفائدة ، والدورات الاقتصادية ونسبة البطالة ... وغير ذلك من أحداث [1] . ولهذه الأحداث أثرها على كل من التدفقات المستقبلية للشركات ، والمعدل الذي على أساسه يتم خصم هذه التدفقات. وإذا كان الأمر كذلك فإنه يصبح من المتوقع أن تكون هناك علاقة واضحة بين الحالة الاقتصادية في الدولة ، وبين أسعار الأسهم المتداولة في بورصتها .

- **ظروف الصناعة**

على الرغم من أن الظروف الاقتصادية العامة للدولة تؤثر على كافة الصناعات إلا أن مدى وعمق ذلك التأثير يختلف من صناعة إلى أخرى . بل إن الصناعات تتفاوت فيما بينها من حيث تأثرها بالأحداث الاقتصادية بصفة عامة [2] . فمثلاً صناعة الدواء وصناعة بناء المساكن يختلفان تماماً من حيث تأثرهما بالتغيرات في أسعار الفائدة ، بل أن معدل النمو في صناعة ما نتيجة ازدهار اقتصادي عام قد يزيد أو يقل عن مثيله في صناعة أخرى .

- **ظروف الشركة**

تتباين الشركات فيما بينها حتى لو كانت تنتمي لنفس الصناعة . ومن بين حالات التباين المستوى التكنولوجي للعمليات ، والتنظيم ، والمركز التنافسي ، وهيكل التمويل .... وما شابه ذلك . وعادة ما تتفوق شركة في مجال أو مجالات معينة دون غيرها ، إذ يصعب أن توجد شركة تتفوق على كافة الشركات في كافة المجالات[3] .

### 2-1-3 مصادر الحصول على المعلومات

ما سبق كشف عن طبيعة المعلومات التي تؤثر على القيمه السوقية للأسهم العادية المتداولة في البورصة ، وبقي أن نتعرف على مصادر الحصول على تلك المعلومات.

**أ - الصحف**

تنشر الصحف سواء كانت يومية أو أسبوعية أو دورية على صفحاتها أهم الأخبار العالمية والمحلية سواء كانت سياسيه أو اقتصادية أو اجتماعية ، بالإضافه إلى تعليق الخبراء على الأمور الهامة التي تتناولها تلك الأخبار و الآثار التي يمكن أن تنجم عنها . كذلك تعرض الصحف اليومية في صفحاتها المخصصة للأخبار الإقتصادية معلومات عن أحوال البورصة بالإضافة إلى أي أخبار مهمة عن شركة من الشركات.

---

[1] المرجع السابق مباشرة ، ص 215 .
[2] المرجع السابق مباشرة ، ص 217 .
[3] المرجع السابق مباشرة ، ص 217 ، 218 .

**ب - المجلات المالية المتخصصة**

هناك العشرات من المجلات الدورية المتخصصة في مجال المال و الأعمال التي تقوم بنشر مقالات تهم المستثمرين ، وتعرض لوجهات النظر المختلفة بشأن عدد من الأسهم ، مع تحليلات متعمقة لعدد من الشركات أو الصناعات التي تهم المستثمرين .

**جـ - الإعلام المرئي**

كافة وسائل الإعلام المرئي تقدم في نشراتها الإخبارية اليومية فقرات اقتصادية محلية وعالمية معززة بآراء لمحللين ماليين ، بالإضافة إلى تقديم برامج اقتصادية متخصصة وبشكل دوري تعرض لوجهات نظر متعددة توضح للمستثمر العادي مالا يستطيع استخلاصه من المعلومات المتنوعة ومدى تأثير تلك المعلومات على أسعار الأسهم .

**د - المطبوعات والتقارير الحكومية**

تعتبر المطبوعات والتقارير الحكومية من أهم مصادر المعلومات عن الأحوال الاقتصادية بصفة عامة والجوانب المالية لها بصفة خاصة ، وذلك إضافة إلى كونها مصدراً للمعلومات عن العديد من الصناعات . ودون الدخول في الجهة الحكومية التي تصدر تلك المعلومات ، فإنها عادة ما تكون شهرية أو سنوية ، وتتضمن بيانات إحصائية عن الأسعار والأجور والإنتاج ، وخرائط توضح حجم الدخل القومي وعناصره ، والدراسات الاقتصادية ، وظروف أسواق رأس المال ، وتوقعات بشأن أمور تخص شركات الأعمال . كما توجد مطبوعات حكومية تكشف عن المعروض من النقود ، وأسعار الفائدة ، ومستوى النشاط الاقتصادي ، ومعدل التضخم [1] .

**هـ - تقارير الشركات**

وتعتبر التقارير المالية السنوية والتقارير الربع سنوية من أبرز المعلومات التي تهم المتعاملين في البورصة وهي تشمل أربع قوائم مالية أساسية هي قائمة المركز المالي ، وقائمة الدخل ، وقائمة التغيرات في حقوق الملكية ، وقائمة التدفقات النقدية ، كما أن المذكرات والملاحظات المرفقة بالقوائم المالية تعتبر جزءاً ضرورياً من مصادر المعلومات ، وتوفر معلومات إضافية غير موجودة في القوائم المالية . هذا بالإضافة إلى تقارير مجلس الإدارة التي تحتوي على معلومات تتناول بيانات مالية وإحصائية وبعض الخطط المستقبلية ، وتقرير مراقب الحسابات وما يحتويه من ملاحظات أو تحفظات خاصة بالقوائم المالية التي تم مراجعتها [2] .

### 3-1-3 التحليل الأساسي والتحليل الفني

---

[1] د. منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص 238 .

[2] د. طارق عبد العال حماد ، مرجع سابق ، ص 60 .

جمهور المتعاملين في البورصة يحتاج إلى المعلومات المالية وغير المالية الداخلية والخارجية وعادة ما تكون هذه المعلومات في صورة خام ، كما أن جانب منها ينصرف إلى الماضي وليس المستقبل الذي هو بيت القصيد في اتخاذ القرار الاستثماري . وحتى يمكن الانتفاع بتلك البيانات والمعلومات فإنها تحتاج إلى تحليل عميق يساعد على استخلاص النتائج التي تسهم في رؤية ما يحتمل أن يكون عليه المستقبل ، وتمهد بالتالي السبيل لاتخاذ قرارات استثمارية ملائمة . وهناك نوعان من التحليل هما : التحليل الأساسي ، والتحليل الفني [1] .

ولكل من التحليل الأساسي والتحليل الفني مبادئه وأساليبه للوصول إلى توقعات لمجريات الأسعار بالمستقبل . ففريق المحللين الأساسيين يستخدم الأدوات الاقتصادية التقليدية للوصول إلى تحديد الأسعار المتوقعة بالمستقبل . وفريق الفنيين يسجل حركة الأسعار في رسوم بيانية لاستخدام الأسعار التاريخية في التنبؤ بحركة الأسعار المستقبلية . وكل فريق يدعي أن أساليبه أفضل وطرقه هي الناجحة مع التشكيك في طرق الفريق الآخر [2] .

**أ ـ التحليل الأساسي**

التحليل الأساسي يرى أن أسعار الأسهم الظاهرة في السوق ليست سوى نتيجة للعوامل الحقيقية وراءها ، وهي عوامل متعلقة بالطلب والعرض ، وأي محاولة للتنبؤ بالأسعار تتطلب البحث في الأسباب وليس في النتائج ، لأن السعر الظاهر في السوق ليس إلا عرضاً أو مظهراً للأسباب الحقيقية التي تكمن في ظروف الطلب والعرض[3]

لذا يركز التحليل الأساسي على استخدام القوائم المالية للشركة للتوصل إلى قيمتها السوقية على ضوء النمو المتوقع في الأرباح ، وبالتالي القيمة السوقية لأسهمهما . وهو يتطلب البدء بالتحليل الاقتصادي على المستوى الكلي حيث يتطرق إلى النمو الاقتصادي المتوقع ، ومعدل التضخم ، ومستوى التوظيف ، ومستوى واتجاهات أسعار الفائدة ، وصولاً إلى إجمالي الناتج المحلي من السلع والخدمات ، حيث تستخدم تلك التنبؤات كأساس للتوصل إلى المستوى المتوقع لمبيعات مختلف الصناعات ، ومن ثم الوصول إلى المبيعات والأرباح المتوقعة لمختلف الشركات داخل الصناعة المعنية [4] .

ويعرف هذا الأسلوب الذي يمكن استخدامه للتنبؤ بالمبيعات والأرباح بمدخل التنبؤ من أعلى إلى أسفل . ويفيد هذا الأسلوب في الكشف عن الصناعات الأكثر استفادة من الظروف والأحداث الاقتصادية ، ومن ثم تحديد حجم استفادة كل قطاع اقتصادي من المزايا ، ثم تأتي الخطوة الأخيرة

[1] د. منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص 119 .
[2] عبد المجيد المهيلمي ، التحليل الفني للأسواق المالية ، شركة البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع ، القاهرة ، ط 3 ، 2004 ، ص 33 .
[3] عبد المجيد المهيلمي ، مرجع سابق ، ص 5 .
[4] د. عبد الغفار حنفي ، مرجع سابق ، ص 253 .
ـ د. منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص 119 .

بتحليل مختلف الشركات داخل الصناعات المختلفة للتوصل إلى تلك الشركات الأكثر استفادة ، ومن ثم مقدرتها على تحقيق معدل نمو في الأرباح أكبر [1] .

والمدخل الآخر الذي يمكن استخدامه في مجال التحليل الأساسي يسمى بمدخل التحليل الأساسي من أسفل إلى أعلى حيث يبدأ هذا المدخل بالتنبؤ بمبيعات وأرباح الشركات بمختلف الصناعات . فالركيزة الأساسية للتحليل الأساسي هنا هي تحديد أي من الأسهم يمكن شراءها بصرف النظر على الصناعات أو القطاعات الاقتصادية التي تنتمي إليها هذه الشركات ، وبذا يأخذ المحلل في الحسبان الخصائص أو المميزات الخاصة لهذه الشركات كأساس في عملية الاختيار [2] .

**ب ـ التحليل الفني**

التحليل الفني للأسهم ليس علماً دقيقاً ، ذلك أن أسعار الأسهم مصنوعة من أهواء وآراء الناس ، وتزايد الاعتماد على التحليل الفني في المؤسسات المالية يساعد على تزايد ظاهرة " غريزة القطيع " وتحقيق التنبؤات لنفسها لمجرد اقتناع المتعاملين بها[3].

والتحليل الفني لا يركز على العوامل الأساسية الخاصة بالشركة والبيئة الاقتصادية ، وينصرف اهتمامه في الأساس إلى تتبع وتسجيل حركة الأسعار وحجم التداول في الماضي في رسوم بيانية ، على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة يعد مؤشراً يعتمد عليه في التنبؤ باتجاه الحركة السعرية في المستقبل [4] .

ورغم وجود خلاف وجدال حول أهمية التحليل الفني ، إلا أن شركات السمسرة تعتمد على المعلومات المستمدة من التحليل الفني في اختيار الأسهم التي يتم التعامل عليها [5] .

**جـ ـ مقارنة بين التحليل الأساسي والتحليل الفني**

التحليل الأساسي علم له قواعد محددة قائمة على دراسة القوائم المالية ، ومقارنة النتائج الحالية بالفترات السابقة ، ويحلل توجهات الإدارة وسياستها المختلفة في ظل متغيرات السوق المؤثرة في نشاط الشركة ، وكذلك توقعات نتائج الأعمال في المستقبل القريب والبعيد ، بغرض حساب ما يعتقد أنه السعر العادل للسهم [6] .

التحليل الفني ليس علماً دقيقاً ، ولا يعني بتحديد القيمة الحقيقية للسهم ، ومن ثم فلا يهتم بتجميع أو تحليل أي بيانات أو معلومات متاحة عن الظروف الاقتصادية أو ظروف الصناعة أو الشركة ذاتها ،

[1] د. عبد الغفار حنفي ، مرجع سابق ، ص 254 ، 255 .
[2] المرجع السابق مباشرة ، ص 255 .
[3] عبد المجيد المهيلمي ، مرجع سابق ، ص 8 ، 36 .
[4] د. منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص 187 .
[5] د. عبد الغفار حنفي ، مرجع سابق ، ص 295 .
[6] عبد المجيد المهيلمي ، مرجع سابق ، ص 37 ، 38 .

وينصرف اهتمامه في الأساس إلى تتبع حركة أسعار الأسهم وحجم التداول في الماضي ، على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة يمكن اعتباره مؤشراً للحركة السعرية للأسهم في المستقبل [1] .

التحليل الأساسي يهتم بمعرفة الأسباب الحقيقية وراء التغير الظاهر في أسعار الأسهم في البورصة ، ليقدم إجابة للمستثمرين عن لماذا تحرك السعر في اتجاه معين ؟ [2] .

التحليل الفني يهتم بحركة الأسعار على أساس أن السعر يعكس كل الأنباء والمعلومات المعلنة وغير المعلنة ، وكذلك توقعات جميع المتعاملين بهذا السعر ، ليقدم إجابة عن ماذا بعد ؟ إلى أين ، إلى متى ؟ [3] .

التحليل الأساسي مهمته المساهمة في بناء استراتيجيات الاستثمار عن طريق تحديد أي من الأسهم يمكن شراءها ، مع تحديد السعر العادل لها [4] .

التحليل الفني تقتصر مهمته على المساهمة في توقيت اتخاذ القرار الاستثماري الملائم ( شراء ، أو بيع ، أو احتفاظ ) ، دون أن يقترب من مهمة تحديد السعر العادل للسهم [5] .

التحليل الأساسي هو الوسيلة الأساسية التي يعتمد عليها المستثمرين في البورصة [6] .

التحليل الفني هو الوسيلة الأساسية التي يعتمد عليها المضاربين في البورصة ( بالمفهوم الغربي للمضاربة ) ، لقدرته على تحديد نقطة وقف الخسارة [7] .

**د ـ الانتقادات الموجهة للتحليل الأساسي [8]**

1. أنه يستحيل الإلمام ومعرفة جميع المعلومات التي تخص نشاط الشركة لوجود كم ضخم جداً من المعلومات الأساسية لا يمكن جمعها وتحليلها بسرعة ودقة .
2. أن المعلومات دائمة التغير وغالباً ما تكون غير دقيقة وغير مكتملة ، ويتم الحصول عليها في معظم الأحيان متأخرة مما يفقدها أهميتها في تحديد القيمة السوقية .
3. الأسعار في البورصة في كثير من الأحيان تتحرك مبكراً عن الأساسيات الاقتصادية مما يفقد التحليل أهميته رغم دقته .
4. النتائج التي يتم التوصل إليها وإن استخدم فيها الأسلوب العلمي ، إلا أنها تتشكل بميول وقناعات القائم بالتحليل .

**هـ ـ الانتقادات الموجهة للتحليل الفني [9]**

---

[1] د. منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص 187 .
[2] عبد المجيد المهيلمي ، مرجع سابق ، ص 37 .
[3] المرجع السابق مباشرة ، ص 37 ، 38 .
[4] عبد المجيد المهيلمي ، مرجع سابق ، ص 39 ، 40 .
[5] د. منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص 191 .
[6] عبد المجيد المهيلمي ، مرجع سابق ، ص 40 .
[7] عبد المجيد المهيلمي ، مرجع سابق ، ص 40 .
[8] المرجع السابق مباشرة ، ص 39 .
[9] د. منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص 192 .

1. التحليل الفني لا يعتمد على المعلومات الاقتصادية بالمرة ، والمحلل الفني ينتظر وقوع الأحداث ، ويرى بعينه التحول في حركة الأسعار ثم يتخذ القرار .
2. أثبت الواقع أن المستثمر الذي يتبع أسلوب التحليل الفني ، يندر أن يحقق أرباحاً غير عادية على استثماراته .
3. المحللون الفنيون هم الذين يخلقون بأنفسهم التوقعات التي يعتقدون إمكانية حدوثها فتتحقق وفقاً لأهوائهم ، وهو ما يعرف بظاهرة ( غريزة القطيع ) .
4. التحليل الفني في واقع الأمر تحليل تصوري لسيكولوجية المستثمرين والمضاربين في البورصة ، والذي يتحكم في تصرفاتهم هو الخوف والطمع والأمل ، وهي أمور نفسية يصعب حسابها . حتى أن عالم الرياضيات السير إسحق نيوتن قال يوماً بكثير من الحسرة :

" إنني قادر على حساب حركة الأجرام السماوية ، ولكنني عاجز عن حساب جنون الناس " عندما مُني بخسارة قدرها ألف جنيه استرليني في عام 1720 م ، بعد انهيار سهم شركة سوث سي [1] التي كان قد استثمر فيها أمواله [2] .

والباحث في ختام هذا المبحث يود إيضاح عدد من الحقائق على النحو التالي :

1. كلما ازدادت الشكوك في عدم كفاية المعلومات ودقتها ، والانتقادات الموجهة للتحليل الأساسي والتحليل الفني ، وارتفعت نسبة عدم التأكد ، زادت الحاجة إلى المعلومات وإلى التنبؤ بالمستقبل .
2. يجب التفرقة بين حاجة كل من المستثمر والمضارب ( بالمفهوم الغربي ) للمعلومات ، حيث أن المستثمر يمتلك الأسهم بدافع الحصول على العائد المتولد عنها أو توقعاً لارتفاع قيمة الأصل الاستثماري في الأجل الطويل ، فيعتمد على المعلومات الاقتصادية ويهتم بالتحليل الأساسي . بينما المضارب ( بالمفهوم الغربي ) لا يهدف إلى الاستثمار أساساً وإنما يحاول الاستفادة من تذبذبات الأسعار التي تحدث في المدى القصير ، فلا يعتمد على المعلومات الاقتصادية ويهتم بالتحليل الفني .
3. ينبغي من حيث المبدأ أن تكون القيمة السوقية للسهم مساوية لقيمته الحقيقية [3] . وتأتي أهمية هذه الإشارة من أن القيمة الحقيقية للسهم مبنية على معلومات مالية مدققة ومحسوبة بطريقة علمية صحيحة ، وأي تغير في هذه المعلومات يؤدي إلى تغير في القيمة الحقيقية للسهم وبالتالي القيمة السوقية له ، وبذلك يتبين كيف تؤثر المعلومات على أسعار الأسهم السوقية .

---

[1] تعرف بفقاعة " سوث سي " وهي أحد الأحداث المهمة في تاريخ المعاملات بالأوراق المالية ، فقد ارتفعت قيمة سهم الشركة من 128.5 في يناير إلى أكثر من 1000 في أغسطس 1720 م . وبدأت رحلة الهبوط في سبتمبر إلىأن تدهورت تماماً حتى وصلت إلى 124 في ديسمبر من العام نفسه . وهو ما ترتب عليه إفلاس العديد من المستثمرين البريطانيين . ( الموسوعة البريطانية ) .

[2] عبد المجيد المهيلمي ، مرجع سابق ، ص 41 .

[3] انظر ص 55 من هذا البحث .

4. تبين لنا من النقطة السابقة أنه ينبغي تساوي القيمة الحقيقية للسهم والقيمة السوقية له ، كما تبين لنا أنه من المفترض أن المعلومات تؤثر في القيمة السوقية للسهم من خلال قيمته الحقيقية ، والسؤال الذي يطرح نفسه هو كيف تسير القيمة السوقية للسهم في اتجاه مختلف تماماً عن قيمته الحقيقية ، سواء كان ذلك بالزيادة أو بالنقص ؟

وللإجابة عن هذا السؤال نعود إلى المتغيرين اللذان يحددان القيمة السوقية للشركة وبالتالي لأسهمها وهما : التدفقات النقدية المتوقعة ( الأرباح الحالية والمرتقبة ) ، والمعدل الذي تخصم به هذه التدفقات للوصول إلى قيمتها الحالية التي تعادل القيمة السوقية للشركة [1] .

فبالنسبة للمتغير الأول التدفقات النقدية يؤثر على الأرباح الموزعة على المساهمين والاحتياطيات المحتجزة وبالتالي على حقوق الملكية ( القيمة الحقيقية للشركة ) وهو التأثير الطبيعي وفقاً للقواعد المالية والمحاسبية المتعارف عليها .

أما المتغير الثاني معدل الخصم فهو قائم على أساس أن هناك معدل للعائد على الاستثمار خالي من المخاطر [2] ، ويتمثل هذا المعدل في العائد السنوي على أذون الخزانة ، أي أن معدل الخصم ، والعائد الخالي من المخاطر ، ما هما إلا تعبيراً عن المعدل الحقيقي للفائدة الربوية المنهي عنها شرعاً .

وبذلك يتضح أن اختلاف القيمة السوقية للسهم سواء كان بالزيادة أو بالنقص عن قيمته الحقيقية سببها الفائدة المحرمة شرعاً ، التي تم جعلها أساساً للمستثمر ليقارن بينها وبين عوائد الاستثمار في مجالات أخرى تتعرض للمخاطرة بزعم أنها عائد استثمار لا يتعرض للمخاطرة بالمرة ، وهذا الفهم والتطبيق الخاطئ ابتُلي به المسلمون نتيجة لبعدهم عن تعاليم دينهم .

وفيما يلي مثال مبسط يوضح كيفية تقويم الأسهم العادية من وجهة نظر المستثمرين .

**مثال 1**

تقوم إحدى الشركات المساهمة بتوزيع عائد سنوي قدره 10 جنيهات على سهمها العادي البالغ قيمته الحقيقية 100 جنيه ومن المتوقع توزيع المبلغ نفسه في السنة المقبلة ، وبفرض أن معدل العائد الذي يطلبه هذا المستثمر ( معدل الخصم ) هو 12% والسؤال عن السعر الذي يجب أن يدفعه المستثمر لهذا السهم .

السعر الذي يجب أن يدفعه المساهم في هذا السهم = 10 / 12. = 83.33 جنيه .

**مثال 2**

نفس المعلومات في المثال السابق ولكن بفرض أن ( معدل الخصم ) هو 8 % يكون السعر الذي يجب أن يدفعه المساهم في هذا السهم = 10 / 08. = 125 جنيه .

---

[1] انظر ص 77 ، 78 من هذا البحث .

[2] مجرد مغالطة لعدم وجود استثمار خالي من المخاطر .

من المثالين السابقين يتبين أن السعر الذي يجب أن يدفعه المساهم في السهم ( السعر السوقي ) قد انخفض عن السعر الحقيقي في المثال الأول ، وزاد عن السعر الحقيقي في المثال الثاني ، لمجرد أن سعر الفائدة قد تغير ، ودون الأخذ في الاعتبار أنه لم يحدث أي تغير في قيمة الشركة أو النتائج المتحققة عن نشاطها .

وفي الاقتصاد الإسلامي تحرم الفائدة الربوية ، لذا فهناك قيمة واحدة للسهم يمكن على أساسها شراء الأسهم وبيعها وهي مساوية للقيمة الحقيقية العادلة .

إن تذبذبات أسعار الأسهم اليومية بل اللحظية في البورصة ، والتي لا تستند إلى معايير علمية ، تعتبر نوعاً من الجنون كما وصفها اسحق نيوتن [1] ، وهي لا تعدو عن كونها درباً من المغامرة والمقامرة . وبينما المحللين الفنيين والمتعاملين في البورصة يسمونها بالمضاربة ، إلا أنها لا تمت للمضاربة الشرعية بصلة وهو ما سنوضحه في مبحث مستقل في الفصل القادم . وهذه التذبذبات ناتجة عن الانخفاض الشديد في معامل الارتباط بين القيمة السوقية للأسهم والقيمة الدفترية ( الحقيقية ) لها.

## المبحث الثاني

## طرق تحديد أسعار الأسهم في البورصة

من المفترض أن تتحدد أسعار الأسهم في البورصة وفقاً لقيمتها الحقيقية الناشئة عن استخدام المعايير المحاسبية المتعارف عليها . إلا أن هذه الآلية تتأثر بالأسلوب الذي تتبعه إدارة البورصة في تحديد أسعار الأسهم المدرجة في جدول التسعير بها . وسنعرض في

[1] عبد المجيد المهيلمي ، مرجع سابق ، ص 41.

هذا المبحث الطرق المتبعة في تحديد أسعار الأسهم في البورصة مع بيان موقف الفقه الإسلامي من التسعير .

وذلك من خلال النقاط التالية :

**3-2-1 طرق تحديد أسعار الأسهم .**

**3-2-2 موقف الفقه الإسلامي من التسعير .**

### 3-2-1 طرق تحديد أسعار الأسهم

هناك عدة طرق متبعة لتحديد أسعار الأسهم في البورصة وهي[1] :

أولاً : التسعير بالنداء .

ثانياً : التسعير بالمقارنة .

ثالثاً : التسعير بالصندوق .

رابعاً : التسعير بالمطابقة .

**أولاً : التسعير بالنداء ( صفقات البورصة )**

وهي الطريقة الغالبة عملاً و تتمثل في نداء سمسار باسم السهم ، فإذا وجد النداء قبولاً من سمسار آخر يصرح برغبته في التعاقد مع ذكر الثمن وعندئذ تنعقد الصفقة . لذلك نصت المادة الثانية والتسعين من اللائحة التنفيذية لسوق المال المصري على وجوب عرض أوامر العملاء بطريقة واضحة وعلنية سواء شفوياً أو كتابياً على لوحة التداول ، فإذا وجد السماسرة مجيباً لأوامرهم فإنه يطلب من كاتب

[1] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 449 .

المقصورة تدوين ذلك ، ويترتب على التدوين حق التقدم في عقد صفقة متى تساوت كمية الأسهم المراد التعامل فيها وكان السعر المعلن للشراء في البورصة يعادل السعر المعروض للبيع على اللوحة أو تجاوزه ، أو كان سعر البيع المدون في اللوحة يساوي سعر الشراء المعلن أو يقل عنه ، فإذا لم يتلق الطلب أو العرض مجيباً إلى نهاية الجلسة فإن الأسعار المدونة تعتبر أسعار إقفال بشرط أن يكون سعر العرض أقل وسعر الطلب أزيد من سعر آخر عمليات عقدت [1] .

والبورصة المصرية تعتمد هذه الطريقة ، ولكن باستخدام شاشات الكمبيوتر حيث يجلس مندوبو شركات السمسرة و أمام كل منهم شاشة متصلة بوحده رئيسية في هيئة سوق المال ، ويتمكن من خلالها مندوبو شركات السمسرة من تسجيل عروض البيع أو طلبات الشراء [2] .

**ثانياً : التسعير بالمقارنة**

ويسمى في بعض البورصات بالتسعير بالمعارضة ، ووفق هذه الطريقة لتحديد الأسعار يجلس موظف البورصة وأمامه سجل يحتفظ فيه بمساحه لكل سهم من الأسهم التي تتداول في المركز المعين ، ويقوم هذا الموظف بتلقي العروض والطلبات للأسهم المخصص له بإدارتها و يدون السعر و يضيف الأحرف الأولى من اسم شركة السمسرة التي تقدمت بالطلب أو العرض .

بعد ذلك يلتقي الموظف المختص مع مندوبي شركات السمسرة ويسألهم عن عدد الأسهم التي يرغبون شرائها أو بيعها ويجري ترتيب حصيلة هذه المعلومات في جدول يوضح حجم ما يطلب شراؤه ويعرض بيعه عند كل سعر من الأسعار المحددة ، وبناء على ذلك يتم اختيار السعر الذى يؤدي إلى تلبية رغبات أكبر عدد ممكن من العروض والطلبات[3] .

**ثالثاً : التسعير بالصندوق**

وهو صورة أخرى من صور التسعير بالمقارنة ويصار إليه عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء كثيرة ومتعددة ، فيتخذ شكلاً آخر حيث يتلقى الموظف المختص قصاصات ورقية من الوسطاء تحوي عدد الأسهم التي يريدون التعامل بها وحدود الأسعار التي يرتضونها ، وتوضع هذه القصاصات في صندوق خاص يفتح لوقت محدد ، تقوم بعده لجنة البورصة بفرز العروض والطلبات واختيار السعر الذي يؤدي إلى تلبية رغبات أكبر عدد ممكن من العروض والطلبات كما في التسعير بالمقارنة [4] .

**رابعاً : التسعير بالمطابقة ( الصفقات التطبيقية )**

وهي تفترض أن نفس السمسار تلقي أمرين من عميلين مختلفين أحدهما يبيع كمية من الأسهم والآخر بشراء الكمية نفسها بذات السعر المعروض ، وعندئذ يبرم السمسار الصفقة لحساب العميلين .

---

[1] د. عطيه فياض ، مرجع سابق ، ص 292 ،293 .
[2] د. سمير رضوان ، مرجع سابق ، ص 144 .
[3] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 451 – 454 .
[4] المرجع السابق مباشرة ، ص 454 .

والتسعير بالمطابقة يحرم العملاء من العلانية التي تكفلها لهم الطرق السابقة والتي يطمئن فيها إلى عدالة السعر ، والبورصات التي تسمح بالتعامل بهذه الطريقة تحرص على التأكد من أنه لا يوجد طلب آخر أو عرض أكثر ملائمة ، وأن مصلحة العميل حققت بأحسن ما يكون [1] .

### 2-2-3 موقف الفقه الإسلامي من التسعير

بداية يجب التفرقة بين أمرين :

**الأمر الأول :** الإجراءات الإدارية والتنظيمية كعلانية الأسعار ووضع جداول لها وطبعها وتوزيعها يومياً على جمهور المتعاملين في البورصة ، وتشكيل لجنة لمراقبة ذلك . هذا الأمر يدخل في دائرة المباح التي يجوز لولي الأمر تنظيمها بما يحقق المصلحة العامة [2] .

**الأمر الثاني :** هو تحديد أسعار الأسهم سواء ترك هذا التحديد لقوى العرض والطلب وسائر الظروف الاقتصادية العامة أو الخاصة محلية كانت أم دولية ، أم تولت جهة تحديد أسعار الأسهم .

ويختلف الموقف الفقهي باختلاف الأسلوب المتبع في تحديد أسعار الأسهم ، وهناك ثلاث أساليب هي [3] :

1. دور آلية الطلب والعرض في تحديد أسعار الأسهم .
2. تدخل السلطات المعنية في تحديد أسعار الأسهم .
3. التعامل وفق سعر السوق .

وسوف نبين موقف الفقه من كل منها على النحو التالي :

**أولاً : موقف الفقه من دور الطلب والعرض في تحديد أسعار الأسهم**

يقوم الفهم الإسلامي للسوق على أنه يخضع للمنافسة الحرة بين المتعاملين فيه ، وأن أي تدخل في السوق من حيث المبدأ هو ضد السير الطبيعي للقوانين التي يسير الله بها الحياة سواء أكان هذا التدخل من الدولة أو من الأطراف المتعاملة في السوق [4] .

ومن الأدلة على اعتراف النظام الإسلامي بدور السوق وقواه في تحديد أسعار السلع والخدمات ما رواه مسلم عن أبي هريرة أن النبي صلى الله عليه وسلم نهى عن تلقي الجلب وقال " لا تلقوا الجلب ، فمن تلقاه فاشترى منه فإذا أتى السوق فهو بالخيار ".

فالحديث ينهى عن تلقي الجلب ، وهو أن يقدم ركب بتجارة فيتلقاه رجل قبل دخولهم البلد وقبل معرفتهم بالسعر فيشتري منهم بأرخص من سعر البلد ، فإذا تبين لهم ذلك كان لهم الخيار في الرجوع في البيع [1].

---

[1] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 293 .
[2] المرجع السابق مباشرة ، ص 285 .
[3] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 460 .
[4] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 285 .

الشاهد أن الحديث يدعو إلى وجوب عرض السلعة في السوق إذ لا يمكن معرفة حقيقة السعر خارج السوق . ويعني ذلك أن الفقه الإسلامي لا يمانع في تحديد أسعار الأسهم بواسطة آلية الطلب والعرض من خلال التفاوض والتساوم .

والفقه الإسلامي لم يتوقف عند إقرار آلية الطلب والعرض فحسب ، بل وضع مجموعه من الضوابط لضمان استمرار هذه الآلية في أداء دورها في تحديد الأسعار بعيداً عن الممارسات الخاطئة لبعض المتعاملين في السوق ، ومن هذه الضوابط ما يلي :

1. تحريم الإحتكار ، فقد حرمه الشارع ونهى عنه لما فيه من الجشع والطمع وسوء الخلق ، والتضييق على الناس ، وذلك لقوله صلى الله عليه وسلم "من احتكر حكرة يريد أن يغلى بها على المسلمين فهو خاطئ " ، وقوله صلى الله عليه وسلم " لا يحتكر إلا خاطئ " رواهما أحمد [2] .

ولايخفى ما يمثله الإحتكار من قدرة على التحكم في الأسعار بالزيادة أو النقص عن القيمة الحقيقية العادلة ، مما يؤدي لظلم المستهلك ، وسوء توزيع الدخل لصالح المحتكر .

2. تحريم الغرر والغش فإذا دلس البائع على المشتري ما يزيد به الثمن حرم عليه ذلك ، وللمشتري خيار الرد ثلاثة أيام دفعاً للضرر عنه ، وذلك لقوله صلى الله عليه وسلم " من غشنا فليس منا " [3] . والتدليس يعني كتمان العيب عن المشتري ، والغرر يعني الخداع ، والغش يعني التغطية [4] . وهذا يدل على ضرورة توفير المعلومات الصحيحة الكاملة و إعلانها وعدم كتمانها ليتحدد السعر بناءً على تصور واقعي للقوائم المالية الحقيقية للشركة ، وهو ما يعبر عنه في البورصة بالشفافية والإفصاح .
3. تحريم النجش وهو أن يزيد شخص في ثمن السلعة عن مواطأة لرفع سعرها ولا يريد شراءها ليغر غيره بالشراء بهذا السعر الزائد ، وذلك لما رواه البخاري ومسلم عن ابن عمر " نهى رسول الله صلى الله عليه وسلم عن النجش " [5] . وهذا يعني منع المزايدات الوهمية الناتجة عن تلاعب بعض كبار المتعاملين بقصد تحقيق مكاسب على حساب صغار المتعاملين .
4. إعطاء السلطة لولي الأمر في التدخل لتصحيح الممارسات غير الشرعية وغير الأخلاقية لصيانة حقوق المتعاملين . وهو تدخل للتأكيد على أن آلية الطلب والعرض هي السبيل لتحديد الأسعار، وأنه يجب إزالة المعوقات والممارسات الخاطئة التي تعترض سبيلها في القيام بدورها بشفافية مطلقة .

---

[1] السيد سابق ، فقه السنة ، مرجع سابق ، ج 3 ص 274 .
[2] الشوكاني ، نيل الأوطار ، مرجع سابق ، ج 5 ص 335 ، 336 .
[3] السيد سابق ، فقه السنة ، مرجع سابق ، ج 3 ص 272 .
[4] الإمام الرازي ، مختار الصحاح ، نهضة مصر للطباعة والنشر ، القاهرة ، ب . ت ، ص 209 ، 471 ، 475 .
[5] ابن قدامه ، المغني ، مرجع سابق ، ج 5 ص 266 .

**ثانياً : موقف الفقه من تدخل السلطات المعنية في تحديد أسعار الأسهم**

بداية التسعير معناه وضع ثمن محدد للسلع التي يراد بيعها بحيث لا يظلم البائع ولا يرهق المشتري [1] .

جمهور العلماء على أن التسعير حرام لأنه مظلمة للبائع أو المشتري [2] ، وليس للإمام أن يسعر على الناس ، بل يبيع الناس أموالهم على ما يختارون [3] .

واستدلوا على ذلك بعدة أدلة منها :

1. قال الله تعالى **" يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُواْ لاَ تَأْكُلُواْ أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلاَّ أَن تَكُونَ تِجَارَةً عَن تَرَاضٍ مِّنكُمْ " [4]**

و المعنى أن الله تبارك و تعالى ينهي عن أن يأكلوا أموال بعضهم بعضاً بالباطل ، أي أنواع المكاسب التي هي غير شرعية ، كأنواع الربا و القمار ، ثم يستثني كأنه يقول : لا تتعاطوا الأسباب المحرمة في اكتساب الأموال ، لكن المتاجر المشروعة التي تكون عن تراض من البائع و المشتري فافعلوها [5] .

ووجه الدلالة أن إلزام صاحب السلعة أن يبيع بما لا يرضى به منهي عنه .

2. روى أبو داود والترمذي وابن ماجة عن أنس قال : غلا السعر على عهد رسول الله صلى الله عليه وسلم فقالوا : يا رسول الله غلا السعر ، فسعر لنا فقال " إن الله هو المسعر القابض الباسط الرازق ، إني لأرجو أن ألقى الله تعالى وليس أحد يطلبني بمظلمة في دم ولا مال " قال الترمذي هذا حديث حسن صحيح .

الدلالة من وجهين :

أحدهما : أنه لم يسعر ، وقد سألوه ذلك . ولو جاز لأجابهم إليه .

الثاني : أنه علل بكونه مظلمة والظلم حرام [6] .

3. قال ابن قدامة : " التسعير سبب الغلاء . لأن الجالبين إذا بلغهم ذلك لم يقدموا بسلعهم بلداً يكرهون على بيعها فيه بغير ما يريدون . ومن عنده البضاعة يمتنع من بيعها ويكتمها ويطلبها أهل الحاجة إليها فلا يجدونها إلا قليلاً ، فيدفعون في ثمنها ليصلوا إليها ، فتغلوا الأسعار ، ويحصل الإضرار بالجانبين " [7] .

---

[1] السيد سابق ، فقه السنة ، ج 3 ص 264 .
[2] الشوكاني ، نيل الأوطار ، مرجع سابق ، ج 5 ص 335 .
[3] ابن قدامه ، المغني ، مرجع سابق ، ج 4 ص 239 .
[4] سورة النساء ، الآية 29 .
[5] محمد علي الصابوني ، مرجع سابق ، ج 1 ص 378 .
[6] ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ، ج 4 ص 240 .
[7] المرجع السابق مباشرة ، ج 4 ص 240 .

4. قال الشوكاني : " أن الناس مسلطون على أموالهم والتسعير حجر عليهم ، والإمام مأمور برعاية مصلحة المسلمين ، وليس نظره في مصلحة المشتري برخص الثمن أولى من نظره في مصلحة البائع بتوفير الثمن ، وإذا تقابل الأمران وجب تمكين الفريقين من الاجتهاد لأنفسهم " ، وإلزام صاحب السلعة أن يبيع بما لا يرضى مناف لقوله تعالى **" إِلاَّ أَن تَكُونَ تِجَارَةً عَن تَرَاضٍ مِّنكُمْ "** [1] ، [2] .
5. يقول ابن تيمية : إن كان التجار يبيعون سلعهم على الوجه المعروف من غير جشع منهم ، وقد ارتفع السعر لقلة الوارد ، أو رخص الدراهم ، أو ما شابه ذلك فهذا إلى الله وإلزام الخلق بأن يبيعوا بقيمة معينة إكراه بغير حق .

ولكنه أجازه في بعض الأحوال وصفة ذلك عند من جوزه ، فقال ابن حبيب ينبغي للإمام أن يجمع وجوه أهل سوق ذلك الشيء المراد تسعيره ، ويحفز غيرهم استظهاراً على صدقهم ، فيسألهم : كيف يشترون ؟ وكيف يبيعون ؟ فينازلهم إلى ما فيه لهم وللعامة سداد حتى يرضوا به ، ولا يجبرون على التسعير ، ولكن عن رضا. قال : وعلى هذا أجازه من أجازه [3] .

وذهب بعض العلماء إلى القول بالتسعير عند الحاجة والضرورة فأجازه الإمام مالك في الأقوات مع الغلاء ، وفي وجه للشافعية وفيه جواز التسعير في حالة الغلاء ، كما جوزه جماعة من متأخري أئمة الزيدية ، وقال الشوكاني : منكراً لهذا الرأي إن أحاديث الباب ترد عليهم وظاهر الأحاديث أنه لا فرق بين حالة الغلاء وحالة الرخص ، ولا فرق بين المجلوب وغيره وهو مردود وإلى ذلك مال الجمهور [4] .

والباحث يتفق مع رأي الجمهور الذي يرى أن الأصل هو منع التسعير ، وأن الأسعار تتحدد وفقاً للمنافسة الشريفة وتفاعل قوى الطلب والعرض لسببين :

أولهما : أن أدلة النصوص تؤيد هذا الرأي .

ثانيهما : أن ابن تيمية عندما أجازه في بعض الأحوال استثناءاً من الأصل جعل له صفة محددة ، وهذه الصفة انتهت به إلى التفاوض والمساومة مع البائعين للوصول إلى التراضي وعدم الإجبار ، وبذلك عاد إلى الأصل وهو منع التسعير الجبري .

وما انتهى إليه التنظيم المعاصر للبورصات ترك أمر تحديد الأسعار لقوى السوق ، وعند الحالات الطارئة والأزمات يتم التدخل كضرورة لتحقيق مصالح المتعاملين [5] .

---

[1] سورة النساء ، الآية 29 .
[2] الشوكاني ، نيل الأوطار ، مرجع سابق ، ج 5 ص 335 .
[3] ابن جبرين ، شرح كتاب الحسبة لابن تيمية http://www.i6n-jebreen.com
[4] الشوكاني ، نيل الأوطار ، مرجع سابق ، ج 5 ص 335 .
[5] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 290 .
- د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 465 ، 466 .

**ثالثاً : موقف الفقه من التعامل وفق سعر السوق**

من شروط صحة البيع أن يكون الثمن معلوم الصفة والقدر والأجل ، فإذا كان مجهولاً فإن البيع لا يصح لما فيه من غرر [1] .

والتعامل وفق سعر السوق هو أن يترك العميل لسمساره تحديد السعر الملائم أو السعر الأفضل الذي تتم به الصفقة [2] .

والعلماء متفقون على أنه من شروط صحة البيع معلومية الثمن لكنهم اختلفوا في كيف تكون معلومية الثمن ؟ فبينما يرى فريق من العلماء أن معلومية الثمن تكون بمعرفة مقداره كماً وصفة ، يرى فريق آخر أن معلومية الثمن تكون بما يجعل به الرضا وتنقطع به المنازعة سواء تم تحديده كماً أو لم يحدد ذلك [3] .

- **الرأي الأول**

ومن أصحاب هذا الرأي من يشترط أن يكون الثمن معلوماً عند المتعاقدين لأنه أحد العوضين فاشترط العلم به كالآخر ، وقياساً على رأس مال السلم ، فإن باعه السلعة برقمها ( بسعرها ) وهما لا يعلمانه أو لا يعلمه أحدهما لم يصح البيع للجهالة فيه [4] .

ويقول ابن قدامة : إن باعه بمائة ذهباً وفضة لم يصح البيع ، وبه قال الشافعي وأحمد . وكذلك إن باعه بما ينقطع السعر به ، أو بما باع به فلان وهما لا يعلمانه أو أحدهما لم يصح لأنه مجهول [5] .

- **الرأي الثاني**

أصحاب هذا الرأي يقولون : البيع بسعر السوق ، أجازه ابن تيمية ، ويكون الثمن هو ثمن المثل في السوق ، ورأي أن هذا أقرب إلى تحقيق الرضا ، وقال : " إن على هذا عمل المسلمين دائماً ، لا يزالون يأخذون من الخباز الخبز ، ومن اللحام اللحم ، ومن الفاكهي الفاكهة ولا يقدر المتبايعان الثمن ، بل يتراضيان بالسعر المعروف ، ويرضى المشتري بما يبيع به البائع لغيره من الناس .
وهذا هو المسترسل ، وهو الذي لا يماكس ، بل يرضى بما يبتاع به غيره ، وإن لم يعرف قدر الثمن " [6] .

ويرجح أحد أصحاب هذا الرأي صحة إصدار أوامر الشراء أو البيع من قبل المتعاملين إلى وكلائهم وهم السماسرة لينفذوها بسعر السوق دون تحديد كمي مسبق ، ويستند في ذلك على أنه لا يوجد نص صريح يمنع من تحديد الثمن بهذه الكيفية ، وأن معلومية الثمن وقت العقد إنما تكون بما يقع به الرضا

[1] السيد سابق ، فقه السنة ، مرجع سابق ، ج 3 ص 236 .
- ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ، ج 4 ص 211 .
- د. محمد يوسف موسى ، الأموال ونظرية العقد في الفقه الإسلامي ، دار الفكر العربي ، القاهرة ، 1996 ، ص 281 .
[2] د. منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص 125 .
[3] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 468 .
[4] الشيخ حسن أيوب ، فقه المعاملات المالية في الإسلام ، دار التوزيع والنشر الإسلامية ، القاهرة ، 1998 ، ج 1 ص 72 .
[5] ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ، ج 4 ص 211 .
[6] ابن القيم الجوزية إعلام الموقعين عن رب العالمين 

وتنقطع به المنازعة . ولا يوجد غرر مؤثر في صحة العقد بتحديد الثمن بهذه الكيفية ، إذ أن السعر المتفق عليه يمثل توازن العرض والطلب عند تنفيذ العقد ، والذي يحدد السعر خبراء محايدون مختصون فلا مجال لغبن أي من الطرفين [1] .

والباحث يتفق مع الرأي الأول لسببين :

**أولهما :**

أن نهي النبي صلى الله عليه وسلم عن الغرر إنما جاء في البيع ، وهو من عقود المعاوضات القائمة على المشاححة وليس من عقود التبرع القائمة على المسامحة والإحسان ، فإذا لم يكن الجهل بالسعر من الغرر **!** ففي أي شيء يكون الغرر ؟ .

**ثانيهما :**

يجمع العلماء على أن الغرر الممنوع هو الغرر الكثير ، وليس اليسير ، وبينهم اختلاف واسع حول ضابط الغرر الكثير ، ورأى بعضهم أن الغرر الكثير ما كان غالباً في العقد حتى صار يوصف به ، وأن الغرر اليسير هو ما لا يكاد يخلو منه عقد ، ومن شأن الناس التسامح فيه حسب أعرافهم . وربما بالرجوع إلى تعبير بعض الفقهاء بالغرر الذي يمكن اجتنابه ، والغرر الذي لا يمكن اجتنابه نستطيع معرفة ضابط الغرر المنهى عنه .

وعلى هذا ينقسم الغرر إلى ثلاثة أقسام :

1. ما يعسر اجتنابه ، كبيع الفستق والبندق والبطيخ في قشره ، فيعفى عنه .
2. ما لا يعسر اجتنابه ، فلا يعفى عنه .
3. ما يقع بين الرتبتين ، وفيه اختلاف فمنهم من يلحقه بالأول ، ومنهم من يلحقه بالثاني [2] .

وبهذا يكون ضابط الغرر الذي يتجاوز عنه هو الغرر الذي يتعذر اجتنابه إلا بمشقة مع الحاجة إليه .

والباحث يرى أن الإعلان عن الثمن ليس فيه مشقة أو صعوبة ، فيعتبر من الغرر المنهي عنه والله أعلم .

---

[1] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 470 .

[2] د. رفيق يونس المصري ، فقه المعاملات المالية ، دار القلم ، دمشق ، ط 1 ، 2005 ، ص 141 .

## المبحث الثالث

## مؤشرات أسعار الأسهم

معظم المتعاملين في البورصة يستمعون يومياً في النشرات الاقتصادية إلى أن مؤشر البورصة قد ارتفع أو انخفض بعدد من النقاط وهذه المعلومة تفرح البعض وتحزن البعض الآخر رغم أن الكثير من المتعاملين لا يعرفون شيئاً عن المؤشر .

وسوف نتناول في هذا المبحث كل ما يرتبط بمفهوم مؤشر اسعار الأسهم . وذلك من خلال النقاط التالية :

**3-3-1 ما هو المؤشر ؟**

**3-3-2 ما هي النقطة ؟**

**3-3-3 كيفية بناء المؤشر .**

**3-3-4 محددات بناء المؤشر .**

**3-3-5 إجراءات حساب قيمة المؤشر .**

**3-3-6 مدى الحاجة إلى المؤشرات .**

**3-3-7 أهم مؤشرات الأسعار والانتقادات الموجهة إليها .**

**3-3-8 الاستخدامات الأساسية للمؤشر .**

### 3-3-1 ما هو المؤشر ؟

مؤشر الأسعار بمثابة ترمومتر يقيس التغير في القيم السوقية للأسهم التي يضمها المؤشر سواء بالزيادة أو النقصان [1] . وينظر إليه في البورصة باعتباره مؤشراً لحركة جميع الأسهم المتداولة فيها [2].

### 3-3-2 ما هي النقطة ؟

النقطة هي مقدار التغير بوحدة واحدة في سعر السهم صعوداً وهبوطاً [3] .

البنط أو النقطة هي نسبة التغير عن نقطة البداية [4] .

يرى الباحث أن النقطة تعبيراً عن قيمة تداول معين تم حسابها عند تاريخ بداية المؤشر أو تاريخ سنة الأساس له .

ويرى أن المؤشر أداة تقيس حجم التداول اليومي في البورصة ، ويقيس أيضاً التغير في القيم السوقية للأسهم بالزيادة أو النقصان ، منسوباً لنقطة بداية المؤشر أو لأي نقطة تتخذ كأساس للمقارنة .

---

[1] سوزان عدلي عوض ، شركة كونكورد إنترناشيونال إنفستمنت ، مبادئ التحليل الأساسي للشركة وطرق تقييم أسهمها القاهرة ، 2006 ، ص 67 .

[2] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 455 .

[3] إسلام أون لاين نت ، مرجع سابق ، ص 52 .

[4] سوزان عدلي عوض ، مرجع سابق ، ص 69 .

ويكون حجم التداول اليومي = العدد الكلي لنقاط المؤشر × قيمة النقطة التداولية .

### 3-3-3 كيفية بناء المؤشر

لتقريب معنى المؤشر والنقطة سنورد مثال لبناء مؤشر ما بطريقة مبسطة لسوق يتكون من ثلاث شركات ( أ ) ، ( ب ) ، ( ج ) على النحو التالي :

- شركة ( أ ) عدد أسهمها 10000 سهم وسعر السهم الواحد 20 جنيه ، رأسمالها السوقي ( عدد الأسهم × سعر السهم ) 200 ألف جنيه .
- شركة ( ب ) عدد أسهمها 20000 سهم وسعر السهم 25 جنيه ، رأسمالها السوقي 500 ألف جنيه .
- شركة ( ج ) عدد أسهمها 30000 سهم وسعر السهم 10 جنيهات ، رأسمالها السوقي 300 ألف جنيه .
- إذا ما جمعنا الرأسمال السوقي للثلاث شركات نجد أن إجمالي القيمة السوقية لهذا المؤشر تساوي مليون جنيه .

- وعليه تكون بداية هذا المؤشر في 1 / 1 / 2006 ، بقيمة سوقية قدرها مليون جنيه ، ويتم التعبير عن هذه القيمة بـ 100 نقطة على سبيل المثال [1] ، أي أن كل نقطة تعبر عن قيمة تداولية قدرها 10000 جنيه ، ومن هذا التاريخ تتم المتابعة اليومية لأسعار هذه الشركات المدرجة في هذا المؤشر .
- وفي اليوم التالي لبداية المؤشر ارتفع سعر سهم الشركة ( أ ) من 20 جنيه إلى 22 جنيه ، يؤدي ذلك إلى ارتفاع قيمتها السوقية من 200 ألف جنيه إلى 220 ألف جنيه . وبفرض أن سعر سهم الشركة ( ب ) لم يتغير ، وأن سعر سهم الشركة ( ج ) ارتفع من 10 جنيه إلى 11 جنيه وبالتالي زيادة رأسمالها السوقي من 300 ألف جنيه إلى 330 ألف جنيه . فتكون إجمالي القيمة السوقية لهذا المؤشر في نهاية اليوم مليون وخمسون ألف جنيه . وبحساب معدل التغير في القيمة السوقية الحالية بالنسبة للقيمة السوقية في نقطة البداية ( المليون جنيه ) نجد أنها ارتفعت بـ 5 % ، أي أن نقطة البداية 100 وصلت إلى 105 بارتفاع 5 بنط أو نقطة ( قيمة النقطة 10000 جنيه ) .

---
[1] ليس هناك أساس أو معيار للتعبير عن القيمة السوقية للمؤشر بعدد محدد من النقاط ، وإنما هي مسألة تقديرية متروكة للجهة التي قامت ببناء المؤشر .

- في اليوم الثالث ارتفعت إجمالي القيمة السوقية لهذا المؤشر إلى مليون وثمانون ألف جنيه وبذلك يكون المؤشر قد ارتفع إلى 108 نقطة ، بمعدل ارتفاع قدره ثلاث نقاط عن اليوم السابق ، وثمان نقط عن نقطة البداية وهلم جرا [1] .

### 4-3-3 محددات بناء المؤشرات

على الرغم من التفاوت بين المؤشرات من حيث كيفية بناؤها ، فإنها جميعاً تقوم على أربعة أسس هي : نقطة البداية ، وعينة ملائمة ، وتحديد واضح للأوزان لكل مفردة في داخل العينة ، وطريقة واضحة وبسيطة لحساب قيمة المؤشر .

أ - نقطة البداية

هي التاريخ الذي تقرر اعتباره بداية لبناء واستخدام المؤشر .

ب - ملائمة العينة

يقصد بالعينة هنا الشركات المدرجة في المؤشر ، وكل مؤشر يتحدد حسب الشركات المدرجة فيه ، فتكوين مؤشر للشركات الصناعية سيتضمن عينة للشركات الصناعية فقط ، أما إذا كان المؤشر للشركات التي تم خصخصتها ستكون العينة من جميع الشركات التي تم طرحها في برنامج الخصخصة ، وإن كان المؤشر هو مؤشر للشركات النشطة في السوق فستمثل العينة جميع الشركات الأكثر تداولاً في السوق . والمؤشر العام يضم جميع الشركات المدرجة في السوق .

ومن هنا يتضح أهمية العينة في تحديد معنى أداء المؤشر ، فلابد من معرفة مكونات المؤشر والشركات المدرجة فيه لتحديد ما إذا كان معبراً عن أداء البورصة ككل أم لا [2] .

جـ - الأوزان النسبية لمفردات العينة

يقصد بالأوزان القيمة النسبية للسهم داخل العينة . وفي هذا الصدد توجد ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر ، وهذه المداخل هي : مدخل الوزن على أساس السعر ، ومدخل تساوي الأوزان ، ومدخل الوزن على أساس القيمة [3] .

- مدخل الوزن على أساس السعر

[1] سوزان عدلي عوض ، مرجع سابق ، ص 69 ، 70 .

[2] سوزان عدلي عوض ، مرجع سابق ، ص 67 .

[3] د. منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص 252 .

في مدخل الوزن على أساس السعر يوجد سهم واحد لكل شركة مختارة لبناء المؤشر ، فإن وزن كل سهم داخل المؤشر يتحدد آلياً على أساس نسبة سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية التي يقوم عليها المؤشر .

فلو أن المؤشر يتكون من ثلاثة أسهم فقط هي ( أ ) ، ( ب ) ، ( ج ) وأن أسعارها هي 50 جنيه ،40 جنيه ، 10 جنيه على التوالي ، حينئذ تصبح القيمة الكلية المطلقه لمجموع الأسهم التي يتكون منها المؤشر تساوي 100 جنيه ، وبناء عليه تكون الأوزان للأسهم الثلاثة هي 0.5 ، 0.4 ، 0.1 على التوالي .

و مما يؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده ، في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية الشركة أو حجمها . فلو أن هناك شركتين متماثلتين تماماً وأن القيمة السوقية لكل منهما مليون جنيه ، و عدد الأسهم العادية للشركة الأولى 10000 سهم ، بينما عدد أسهم الشركة الثانية 50000 سهم فإن سعر سهم الشركة الأولى سوف يساوي 100 جنيه أي خمسة أضعاف سعر الشركة الثانية الذي سيبلغ 20 جنيه وهو ما يعني أن سهم الشركة الأولى داخل المؤشر أعلى من مثيله للشركة الثانية وهذا لا يرجع إلى التفاوت في القيمة الإقتصادية للشركة أو أهميتها بل يرجع فقط إلى تفاوت عدد الأسهم العادية التي يتكون منها رأس المال لكل من الشركتين ، هذا بالإضافة إلى الخلل الذي سيحدث في المؤشر إذا ما حدث اشتقاق في الأسهم .

- مدخل الأوزان المتساوية

فإنه يعني إعطاء قيم نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر . ولو أن الأمر تعلق بمحفظة أسهم لمستثمر ما ، فإن تطبيق مبدأ الأوزان المتساوية سوف يعني تساوي إجمالي المبلغ المستثمر في كل نوع من الأسهم . فلو أن المبلغ المتاح لذلك المستثمر هو 3000 جنيه وأنه يرغب في تكوين محفظه تتألف من أسهم الشركات ( أ ) ، ( ب ) ، ( ج ) التي تباع في السوق بسعر 50 جنيه ، 40 جنيه ، 10 جنيه على التوالي للسهم الواحد ، فإن تحقيق تساوي الأوزان يقتضي ضرورة تساوي المبلغ المستثمر في كل نوع من الأسهم ( 10000 جنيه لكل منها ) ، وهذا يعني شراء 20 سهم من الشركة ( أ ) ، 25 سهم من الشركة ( ب ) ، 100 سهم من الشركة ( ج ) على التوالي .

وإذا ما تعلق الأمر بالمؤشرات التي لا تمثل فيها الشركة سوى بسهم واحد ، فإن تساوي الأوزان في ظل تباين أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر يقتضي حساب كمية وهمية تتحدد بقيمة مقلوب السعر وذلك حتى تكون القيم متساوية ( السعر × الكمية الوهمية ) . فمثلاً لو أن المؤشر يتكون من ثلاثة أسهم للشركات ( أ ) ، ( ب ) ، ( ج ) فإن الكمية الوهمية من السهم

$\frac{1}{50}$

( أ ) سوف تساوي = 0.2 ، ومن ثم تصبح قيمته النسبية أو وزنه النسبي داخل المؤشر يساوي ( السعر × الكمية الوهمية ) تساوي الواحد الصحيح ، وهكذا بالنسبة للشركة ( ب ) تكون الكمية الوهمية 0.025 من السهم ، ووزنه النسبي داخل المؤشر يساوي الواحد الصحيح ( 40 × 0.025 ) . ونفس الشئ ينطبق على سهم الشركة ( ج ) ، تكون الكمية الوهمية 0.010 من السهم و وزنه النسبي داخل المؤشر يساوي الواحد الصحيح ( 10 × 0.010 ).

يعاب على هذا المدخل أنه يعطي أوزاناً متساوية للأسهم ، رغم احتمال تباين حجم وأهمية الشركات التي أصدرتها ، يضاف إلى ذلك أن الوزن النسبي المتساوي في بداية المؤشر ( السنة الأولى ) سيختفي مع التغير في الأسعار [1] .

- مدخل الأوزان حسب القيمة

فهو يعطي وزناً للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر وذلك لتجنب العيوب في مدخل السعر وفي مدخل الأوزان المتساوية ، إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي . فالشركات التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة ، وهو ما يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر . وليس معنى ذلك أن المؤشرات المحسوبة على أساس القيمة تخلو من العيوب ، فالتغير الذي يطرأ على القيمة المطلقة للمؤشر أو على قيمة العائد المتولد عنه ، يختلف باختلاف سعر السهم الذي تسبب في إحداث التغير . فلو أن هناك مؤشر يتكون من ثلاث شركات ( أ ) ، ( ب ) ، ( ج ) وأن عدد الأسهم العادية لكل شركة هي 60 ، 70 ، 120 على التوالي ، وأسعارها في السنة الأولى 50 جنيه ، 40 جنيه ، 10 جنيه بذلك تصبح القيمة السوقية لهذه الشركات 3000 جنيه ، 2800 جنيه ، 1200 جنيه على التوالي ، وتصبح قيمة المؤشر 7000 جنيه .

فلو افترضنا أن أسعار الأسهم في السنة الثانية ظلت كما كانت عليه في السنة الأولى ، باستثناء سهم الشركة ( أ ) الذي ارتفع سعره بنسبة 60% حيث أصبح 80 جنيه بدلاً من 50 جنيه . هذا يعني أن القيمة السوقية للشركة ( أ ) أصبحت 4800 جنيه ، وبالتالي أصبحت قيمة المؤشر 8800 جنيه ، وحينئذ تصبح نسبة العائد على المؤشر (8800 – 7000 ) / 7000 = 25.7 % .

فلو افترضنا أن التغير كان في سهم الشركة ( ج ) بدلاً من الشركة ( أ ) وبنفس النسبة 60% ليصبح سعره 16 جنيه بدلاً من 10 جنيه .

[1] د. منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص 253 – 255 .

هذا يعني أن القيمة السوقية للشركة ( ج ) أصبحت 1920 جنيه ، وبالتالي أصبحت قيمة المؤشر 7720 جنيه ، وحينئذ تصبح نسبة العائد على المؤشر ( 7720 – 7000 ) = 10.3%.

بمقارنة النتائج في الإفتراضين يمكن اكتشاف تحيز المؤشر . فالقيمة المطلقة للمؤشر وكذا معدل العائد المحسوب عليه كانتا مرتفعتين في الإفتراض الأول مقارنة بالإفتراض الثاني ، وذلك على الرغم من أن نسبة التغير في سعر السهم ( 60% ) كانت واحدة في الحالتين . وهذا التحيزمصدره أن سعرسهم الشركة ( أ ) أعلى من مثيله سهم الشركة ( ج ) ، ولا يعتبر سعر السهم هو المصدر الوحيد للتحيز ، فقد ينشأ هذا التحيز عن التباين في حجم الشركات داخل العينـة [1] .

والباحث يود الإشارة إلى أن كل مؤشر يعطي نتائج مغايرة للنتائج التي يعطيها المؤشر الآخر ، ولكنها جميعاً تشترك في أنها لا يدخل في بنائها القيمة الحقيقية أو العادلة للأسهم و بالتالي لا يعبر عنهما ، وهو ما يستوجب بناء مؤشر جديد للأسعار وفقاً لمبادئ الاقتصاد الإسلامي للوصول لقيمة الأسهم الحقيقية التي تحقق العدالة للمتعاملين في البورصة .

### 3-3-5 إجراءات حساب قيمة المؤشر

تختلف المؤشرات من حيث الكيفية التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر التي تنشر في الصحف . فهناك مجموعة من المؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية ، ومجموعة أخرى تحسب قيمتها على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر . فبالنسبة للمجموعة الأولى يحسب المتوسط في معظم المؤشرات على أساس المتوسط الحسابي ، وفي عدد قليل منها يحسب المتوسط على أساس المتوسط الهندسي ، ويختلف معدل عائد المؤشر المحسوب على أساس المتوسط الحسابي عن معدل عائد المؤشر المحسوب على أساس المتوسط الهندسي [2].

### 3-3-6 مدى الحاجة إلى المؤشرات

الأصل في معرفة اتجاه حركة السوق هو أن نجمع أسعار جميع الأسهم التي بيعت في يوم معين ونقسمها على عدد الأسهم ، إلا أن هذه العملية تكتنفها الصعوبة والتعقيد وعلى وجه الخصوص في حالات تزايد نشاط السوق ، ولذلك أستعيض عنها بدراسة حركة المؤشرات [3] .

[1] د. منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص 255 – 258 .
[2] المرجع السابق مباشرة ، ص 258 .
[3] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 455 .

وتقاس حركة واتجاهات الأسعار في البورصة من خلال مؤشرات ومتوسطات ، تتكون من مجموعة من الأسهم لشركات معينة تعتبر ممثلة لسوق الأسهم أو لقطاع من القطاعات ، وبالتالي تعكس حال السوق أو القطاع كاملاً [1] .

**3-3-7 أهم مؤشرات الأسعار والانتقادات الموجهه إليها**

يمكن تقسيم المؤشرات شائعة الاستخدام إلي مجموعتين رئيسيتين مؤشرات يحسب فيها الوزن النسبي داخل العينة على أساس السعر الذي يباع به السهم ، ومؤشرات يحسب فيها الوزن النسبي على أساس القيمة السوقية الكلية للأسهم التي أصدرتها الشركة . ومن أبرز الأمثلة على النوع الأول مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة ، وعلى النوع الثاني مؤشر استاندرد آند بور500 .

- **مؤشر داو جونز Dow Jones**

يعد مؤشر داو جونز من أكثر المؤشرات بساطة وأقدمها حيث بدأ استخراجه في عام 1884 م ويضم أسعار أسهم 30 شركة صناعية كبرى ( بمعدل سهم لكل شركة ) ، ويجرى استخراجه على النحو التالي :

$$\frac{س1 + س2 + .....+ س30}{30}$$

حيث تمثل س1 إلى س30 أسعار أسهم الثلاثين شركة التي يضمها [2] .

ويواجه مؤشر الداوجونز عدة انتقادات أهمها :

1- لاتمثل عينة الشركات مجموع الشركات صغيرة ومتوسطة الحجم ، ولذلك فهو بعيد عن تمثيل كامل السوق ، وهو يعبر فقط عن معدل أسعار أسهم الشركات الصناعية العملاقة ، حيث أن العينة التي يقوم عليها المؤشر تتكون من 30 سهم ، في الوقت الذي يصل فيه حجم العينة في مؤشرات أخرى إلى بضع مئات من الأسهم مثل مؤشر ستاندرد آند بور 500 ، أو بضع آلاف في مؤشرات أخرى بل وقد يقوم المؤشر على جميع الأسهم المتداولة مثل مؤشر بورصة نيويورك . يضاف إلى ذلك أن مجموع القيمة السوقية لأسهم الشركات الممثلة في العينة ، لا تتجاوز 23% من القيم السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك [3] .
2- تقوم طريقة حساب قيمة المؤشر على أساس إعطاء وزن للسهم وفقاً للسعر الذي يباع به ، بمعنى أنه يعطي وزناً متساوياً لكل دولار تغير بصرف النظر عن نسبة التغير مقرونة بسعر السهم ، وذلك على الرغم من أن سعر السهم لا يعد مؤشراً لأهمية الشركة أو قوتها الإيرادية ، والمثال التالي يوضح ذلك :

---

[1] عبد الستار بكري حسن ، مرجع سابق ، ص 257 .
[2] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 456 ، 457 .
[3] د. منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص 106 .

شركة ( أ ) سعر سهمها 20 دولاراً ، شركة ( ب ) سعر سهمها 200 دولاراً

المعدل = $\frac{+20}{2\ 00}$ = 110

إذا زاد سعر ( أ ) ليصبح 30 دولاراً وسعر ( ب ) ليصبح 210 دولاراً

المعدل = $\frac{+30}{2\ 10}$ = 120

أي أن زيادة كل سهم بـ 10 دولارات أدت إلى زيادة المعدل نفسه بـ 10 رغم أن الزيادة في ( أ ) كانت 50% والزيادة في ( ب ) كانت بنسبة 5% [1] .

3- عدم قدرة المؤشر على استيعاب التجزئة ( الاشتقاق ) ، فتعديل المؤشر لاستيعاب التجزئة لا يقوم على أي منطق أو استراتيجية يمكن أن يتبعها المستثمر الذي بنى محفظة أوراق مالية على غرار مؤشر داو جونز . فالطريقة التي تم بها التعديل يقابلها بالنسبة لمحفظة المستثمر قيامه ببيع الأسهم الإضافية التي حصل عليها نتيجة للتجزئة ثم استثمار حصيلتها في الأسهم الأخرى التي تتضمنها محفظته ، وذلك بنسبة الأموال المستثمرة في كل سهم . وهو ما لا يمكن حدوثه في الواقع العملي ، حيث أن تجزئة أحد الاسهم التي يتكون منها محفظه المستثمر لايترتب عليه أي عملية بيع أو شراء [2].

ولتجنب العيبين الأخيرين يقترح أنصار داوجونز استبدال مدخل الأوزان وفقاً للسعر ، بمدخل الأوزان وفقاً للقيمة أو مدخل الأوزان المتساوية ، ويقترحون أيضاً استبدال المتوسط الحسابي بالمتوسط الهندسي ، بإيجاد قيمة المؤشر باستخدام ثلاثة أوزان مختلفة هي : الوزن على أساس القيمة السوقية لأسهم الشركة ، والأوزان المتساوية باستخدام المتوسط الحسابي ، والأوزان المتساوية باستخدام المتوسط الهندسي ، وقد خرج بنتيجة مؤداها أن نتائج الطرق الثلاثة تتقارب بشكل ملحوظ في المدى الطويل ، أما في المدى القصير فإن تبايناً واضحاً يظهر في قيمة المؤشر [3] .

- **مؤشر ستاندرد آند بور Standard & Poor's 500**

مؤشر ستاندرد آند بور 500 بدأ نشره في عام 1923م وكان يضم وقتها أسهم 233 شركة ارتفعت في عام 1957م إلى أسهم 500 شركة ، منها 400 شركة صناعية ، 40 شركة منافع عامة ( كالكهرباء ، الماء ، ....... ) ، 20شركة للنقل والمواصلات ، 40 شركة في المجال المالي ، وكلها شركات كبيرة الحجم تتداول أسهمها إما في إحدى البورصات الكبرى أو في السوق غير المنظمة وقد تفرع عن هذا المؤشر أربع مؤشرات أخرى هي :

---

[1] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 457 .
[2] د. منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص 106 ، 107 .
[3] د. منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص 266 .

مؤشر الصناعة ( 400 سهم ) ، ومؤشر شركات المنافع العامة ( 40 سهم ) ، مؤشر النقل ( 20 سهم ) ، مؤشر الشركات المالية ( 40 سهم ) .وهو واحد من بين المؤشرات التي تقوم على مدخل القيمة ، ويتم حسابه في يوم ما بالمعادلة :

قيمة المؤشر في يوم ما =

$$\frac{\text{مجموع رأس المال السوقي في ذلك اليوم للمنشآت الممثله في المؤشر}}{\text{مجموع رأس المال السوقي يوم إنشاء المؤشر}} \times 10$$ [1]

وعلى عكس مؤشر داوجونز لا يعتبر مؤشر ستاندرد آند بور 500 متوسطاً بل رقماً قياسياً ، طالما أن المقسوم عليه هو رأس المال السوقي يوم إنشاء المؤشر ، وفترة الأساس فيه هي الفترة 1941 – 1943 ، ومن المفترض أن تكون قيمة المؤشر يوم إنشائة تساوي الواحد الصحيح ، غير أن مؤسسة استادرد آند بور قد رأت أن يبدأ المؤشر بقيمة أكبر ومن ثم فقد أعطى قيمة جزافية مقدارها 10 ، بمعنى أنه عندما تحسب قيمة المؤشر يتم ضرب القيمة في 10 .

وخلافاً لمؤشر داوجونز ، لا يتأثر مؤشر ستاندرد آند بور بالاشتقاق أو بإصدار أسهم مقابل توزيعات ، ذلك أنه يبدل ذاته آلياً . ففي حالة الاشتقاق مثلاً يعوض انخفاض السعر الزيادة في عدد الأسهم ، وهو ما يعني عدم حدوث أيي تغير في القيمة الكلية للشركة ، ونفس الشيء ينطبق على حالة إصدار أسهم مقابل توزيعات [1] .

ومع هذا فإن المؤشر لا يخلو من العيوب وهو ما سبق الإشارة إليه في هذا المبحث ، من أن حساب العائد للمؤشرات التي تقوم على مدخل القيمة ، يتحيز لصالح الشركات التي يكون سعر أسهمها أكبر ، وتلك التي تتسم بضخامة الحجم [2] .

### 3-3-8 الاستخدامات الأساسية للمؤشر

يعتبر المؤشر أداة نافعة للتنبؤ بما ستكون عليه الحالة الإقتصادية العامة في الدولة ، كما أنه يعطي فكرة سريعة عن العائد المتولد عن محفظة الأوراق المالية للمستثمر ، والحكم على مستوى أداء المديرين القائمين على إدارة محفظة الأوراق المالية للمؤسسات المتخصصة في الاستثمار. كما أنها تستخدم لوضع تصور عن حالة سوق رأس المال في المستقبل ، هذا إلى جانب استخدامها كأساس لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية [3] . وفيما يلي عرض لتلك الاستخدامات .

**أ - إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة**

إذا كانت عينة أسهم الشركات التي قام عليها المؤشر ممثلة للأسهم المتداولة في البورصة ، فلابد أن يعكس المؤشر حركة أسعار كافة الأسهم المتداولة . وعليه يمكن للمستثمر أن يكون فكرة سريعة

[1] د. منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص 108 .
[2] انظر ص 101 من هذا البحث .
[3] رسمية أحمد أبو موسى ، مرجع سابق ، ص 215 .

عن التغير في عائد محفظة أوراقه المالية إيجاباً أو سلباً بمجرد مقارنتها بنسبة التغير الذي طرأ على مؤشر السوق ، وذلك دون الحاجة إلى متابعة كل سهم شركة على حده .

**ب - الحكم على أداء المديرين المحترفين**

المستثمر العادي يحقق في الغالب عائداً يعادل عائد السوق الذي يعكسه عائد المؤشر. لذا يتوجب على المدير المحترف الذي يدير محفظة مؤسسة مالية ، والذي يستخدم أساليب متقدمة في التنويع أن يحقق عائداً أعلى من متوسط عائد السوق . وللتحقق من نجاحه في ذلك يتم استخدام عائد أحد المؤشرات الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة كأساس للمقارنة مع العائد الفعلي الذي حققته محفظة المؤسسة المعنية .

**جـ - التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها الاقتصاد في المستقبل**

القيمة السوقية للأسهم تعكس الأداء المستقبلي للشركات التي قام عليها المؤشر . وبناء عليه فإن ارتفاع قيمة المؤشر تعني توقعات بأداء مستقبلي أفضل لتلك الشركات ، والتي تعتبر ممثلة للسوق ككل ، وهذا ينعكس بدوره على الأداء المستقبلي للاقتصاد القومي بكامله .

**د - تقدير المخاطر المنتظمة للاستثمار**

يستخدم المؤشر لقياس مخاطر السوق ، وتقاس تلك المخاطر بمعامل الإنحدار بين معدل العائد على الاستثمار محل الإهتمام ، ومعدل العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة.

والباحث يود الإشاره إلى أنه لايتفق مع الرأي القائل بقدرة مؤشرات الأسعار على التنبؤ بالحالة الإقتصادية وذلك للأسباب التالية :

1. كل مؤشر يعطي نتائج مغايرة لنتائج المؤشر الآخر ، وذلك نتيجة لاختلاف المحددات المستخدمة في بناء تلك المؤشرات .
2. لا يسلم مؤشر من المؤشرات من الإنتقادات الموضوعية التي تشكك في قدرته على إعطاء نتائج بصورة صحيحة يمكن استخدامها للتعبير عن النشاط الاقتصادي ككل أو التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها الاقتصاد في المستقبل .
3. تعتمد جميع المؤشرات على القيمة السوقية لأسهم الشركات الداخلة في بنائها ، والتي لا تعبر عن القيمة الحقيقية أو العادلة للأسهم نتيجة تطفل المغامرة والمقامرة ( المضاربة بمفهومها الغربي ) ، والتي تؤدي إلى ارتفاع الأسعار دون أن يكون هذا الارتفاع ناتجاً عن زيادة نشاط الشركات ومعدلات أدائها ، وبالتالي لا تعكس المؤشرات الحالة الاقتصادية بصورة صحيحة تمكن من التنبؤ بالمستقبل .

**خلاصة الفصل :** نظراً لعدم فهم كثير من الاقتصاديين المسلمين لعظمة دينهم ، وأنه يشمل كل ما ينظم حياتهم ، كما أنه صالح لكل زمان ومكان ، فقد انجرفوا وراء الاقتصاديين الغربيين في فكرهم من أن

سعر السهم يتحدد على أساس خصم التدفقات النقدية المتوقع أن تتولد عن عمليات الشركة ، وتناسوا أو تجاهلوا أن معدل الخصم ما هو إلا المعدل الحقيقي للفائدة الربوية المحرمة شرعاً .

نتيجة لذلك أصبح سعر السهم السوقي المحدد وفقاً لقواعد النموذج الغربي القائم على الربا أساساً للتعامل في البورصة ، وبديلاً عن السعر الحقيقي العادل للسهم المبني على تقييم موضوعي مستنداً على قواعد علمية ومعايير محاسبية وضوابط شرعية ومبادئ أخلاقية .

هذا الانفصام التام في العلاقة بين ملكية السهم وبين الأصول المادية المملوكة للشركة والتي تمثل أصل الثروة ، والاعتماد على معدل الفائدة والمقامرة في تحديد سعر السهم دون الأخذ في الاعتبار للظروف الاقتصادية أو المراكز المالية لتلك الشركات ، يفسر ما يحدث في البورصة من تقلبات في أسعار الأسهم بين لحظة وأخرى في اتجاه مستقل تماماً عن سوقي العمل والإنتاج .

## الفصل الرابع

# الفصل الرابع

# عمليات التداول التي تتم في البورصة

سوف نتعرض في هذا الفصل إلى دور السماسرة ( الوسطاء الماليين ) في تنفيذ أوامر المتعاملين في البورصة ، والبيوع التي تتم في البورصة ، والفرق بين مفهوم المضاربة الشرعية وما يحدث في البورصة من عمليات يطلق عليها المتخصصون في البورصة مضاربة ، لتسمى الأشياء بأسمائها الصحيحة ، وتتضح صورة عمليات البورصة لكل متعامل وذلك من خلال ثلاث مباحث :

**المبحث الأول : السمسار في القانون الوضعي وفي الفقه الإسلامي .**

**المبحث الثاني : البيوع التي تتم في البورصة .**

**المبحث الثالث : المضاربة الشرعية وحقيقة المضاربة في البورصة .**

## المبحث الأول

## السمسار في القانون الوضعي وفي الفقه الإسلامي

نظراً لأن طرق تنفيذ العمليات تختلف من بورصة لأخرى ، فإن التشريعات التـي تحكم تنظيم عمل الوسطاء الماليين تتباين تبعاً لهذا الاختلاف .

لذا لن يتم التطرق إلى أشكال نظام السمسرة في سوق أو أسواق محددة ، وإنما سنتناول السمسرة كنظام عام معمول به في جميع البورصات بصرف النظر عن الصور المختلفة لشركات الوساطة المالية الموجودة في تلك الأسواق .

وذلك على النحو التالي :

**1-1-4 تعريف السمسار .**

**2-1-4 الوظائف التي يقوم بها السمسار .**

**3-1-4 معايير اختيار السمسار .**

**4-1-4 القواعد التي تنظم عمل السماسرة .**

**5-1-4 السمسرة في الفقه الإسلامي .**

**6-1-4 صانعو الأسواق .**

### 1-1-4 تعريف السمسار

**السمسار في اللغة :** السمسار كلمة فارسية معربة والجمع سماسرة ، وقيل أن السمسار هو القيم بالأمر الحافظ له [1] ، وهو في البيع اسماً للذي يدخل بين البائع والمشتري متوسطاً لإمضاء البيع [2] .

**السمسار في البورصة :** هو شخص ذو دراية وكفاية فـي شئون الأوراق الماليـة ، يقوم بعقد عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في المواعيد الرسمية لحساب العملاء ، مقابل عمولـة محددة من كل من البائع والمشتري ، ويعتبر السمسار مسئولاً وضامناً لصحة كل عملية [1] .

---

[1] ابن منظور ، لسان العرب ، مرجع سابق ، ج 4 ص 679 .
[2] مجمع اللغة العربية ، المعجم الوسيط ، مرجع سابق ، ص 321 .

السمسرة عقد يلتزم السمسار بمقتضاه بإرشاد الطرف الآخر إلى فرصة للتعاقد أو بالوساطة في مفاوضات التعاقد وذلك مقابل أجر [2] .

مما سبق يتضح أن السمسرة عبارة عن وساطة بين أطراف التعاقد لقاء أجر معلوم ، ولعقد السمسرة الخصائص التالية :

أ - عقد السمسرة عقد معاوضة ملزم للجانبين ، لأن كلاً من طرفيه يسعى للحصول على مقابل لما يؤديه ، ولكنه عقد احتمالي لأن السمسار قد يفشل في تقريب وجهات النظر فلا يستحق أجره [3] .

ب - السمسرة عملاً تجارياً سواء وقعت منفردة أو على وجه المقاولة وسواء قام بها سمسار محترف أو غير محترف ، وسواء كانت الصفقة التي توسط السمسار إبرامها مدنية أو تجارية [4] .

جـ - عقد السمسرة يقوم على تطابق الإيجاب والقبول ودون الحاجة إلى إجراءات شكلية يفرغ فيها العقد .

د - السمسار مستقل عن العميل ، فهو لا يخضع لإشرافه ولا يعمل تحت إدارته ، بل يباشر عمله مستقلاً عن العميل [5] .

**2-1-4 الوظائف التي يقوم بها السمسار**

من خلال تعريف السمسار يتضح أن وظيفته الأساسية هي تنفيذ أوامر العملاء ببيع أو شراء الأوراق المالية ، ويقوم السمسار وبمعاونة مساعديه بتنفيذ أوامر العملاء داخل المقصورة مقابل سمسرة ( عمولة ) تحددها لوائح البورصة . حيث أن معظم قوانين البورصات تنص على قصر التعامل في الأوراق المالية على السماسرة المعتمدين ، وإبطال كل تعامل لا يتم من خلالهم [6] .

كما يقوم السماسرة سواء كانوا أفراداً أو في شكل شركات وبيوت سمسرة بخدمات أخرى يتطلبها القيام بالوظيفة الأساسية المتمثلة في تنفيذ أوامر العملاء ببيع وشراء الأوراق المالية ، أو خدمات من شأنها تسهيل الإجراءات التي تعقب إبرام الصفقات ، أو خدمات لها علاقة بالأوراق المالية التي يكلف العملاء سماسرتهم بإتمام عملياتها ، أو خدمات يقوم بها السماسرة لإرضاء عملائهم ، ومن هذه الخدمات ما يلي [7] :

1. إرسال الأوراق المالية إلى مختلف الشركات لتسجيل اسم المشتري الجديد .

---

[1] علي شلبي ، مرجع سابق ، ص 78 .
[2] د. مصطفى كمال طه ، القانون التجاري ، دار المطبوعات الجامعية ، الأسكندرية ، 1986 ، ص 356 .
[3] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 61 .
[4] د. مصطفى كمال طه ، مرجع سابق ، ص 357 .
[5] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 61 .
[6] علي شلبي ، مرجع سابق ، ص 76 .
[7] د. سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 150 .

2. تحصيل كوبونات الأوراق المالية .
3. الاتصال بالجهات المتخصصة نيابة عن العميل لتقسيم الأسهم إذا تقرر تجزئتها .
4. الاكتتاب نيابة عن العملاء في الأسهم الجديدة التي يكون للمكتتبين الأصلاء في الشركة امتياز أولوية الاكتتاب فيها .
5. إرسال الأسهم القديمة إلى الجهة المختصة لتحصيل قيمة الاسترداد في حال إقرار تخفيض رأس المال ، وكذلك لكي تختم الأسهم بما يفيد أن قيمتها الاسمية قد خفضت وأصبح لها قيمة جديدة ، حتى يمكن تداولها في البورصة.
6. استخدام تفويض العميل في استلام الأسهم من حساب العميل لدى البنك مقابل إيداع قيمتها في حسابه عند البيع ، وسحب قيمة الأسهم من الحساب الجاري للعميل بالبنك مقابل إيداع الأسهم المشتراه .
7. فتح حسابات جارية للعملاء ، حيث يودع العميل مبلغاً لدى السمسار ليمكنه من الاستفادة من عامل السرعة المطلوب عند تنفيذ عملياته .
8. توفير الوقت والجهد في إتمام العمليات في البورصة من بيع وشراء ونقل ملكية وحفظ وخلافه ، وذلك لخبرة السمسار بهذه العمليات ومعرفته بأسهل وأقصر الطرق لإتمامها .

**3-1-4 معايير اختيار السمسار**

تضع معظم بورصات العالم شروط ومعايير يجب توافرها في كل مرشح حتى يمكن قيده كسمسار في البورصة ، وتتماثل تلك الشروط والمعايير إلى حد كبير ، ومن أهم هذه الشروط ما يلي :

**أولاً :** شروط تتعلق بالحالة المدنية

ومفاد هذه الشروط تمتع المرشح بجنسية البلد التي يرغب في مزاولة عمله فيها ، وبلوغه سناً معينة ، وتمتعه بالأهلية القانونية [1] .

**ثانياً :** شروط تتعلق بالنزاهة وحسن السيرة

وذلك مثل ألا يكون قد أشهر إفلاسه من قبل ، وألا يكون حكم عليه بالإدانة لجناية أو جنحة سرقة أو نصب أو خيانة أو تزوير أو مخالفة قوانين النقد إلا إذا كان رد إليه اعتباره [2] .

**ثالثاً :** شروط تتعلق بالكفاءة المالية

---

[1] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 344 ، 345 .
[2] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 63 .

تنحصر في امتلاكه لرأس مال يثق المسئولون في كفايته لضمان المبالغ التي قد تكون مطلوبة منه سواء للعملاء أو للجنة السوق ولتحصيل الغرامات المالية والمبالغ المطلوبة كتأمينات [1] .

**رابعاً :** شروط تتعلق بالكفاءة الفنية

تتمثل في ضرورة حصول المرشح على حد أدنى من التعليم ، وشهادة إثبات خبرة في مجال البورصة بأن يكون قد قضى ثلاث سنوات على الأقل في تمرين فعلي ، وتنخفض مدة التمرين والخبرة تبعاً للشهادة الجامعية الحاصل عليها المرشح[2]

وفي سوق لندن ونيويورك لا يشترط حصول المرشح على أية شهادات علمية معترف بها أو سابق خبرة وتدريب [3] .

**خامساً :** شروط إجرائية

تتمثل في أن يؤدى بنجاح امتحاناً تحريرياً وشفوياً أمام لجنة قبول للتحقق من توافر المعلومات اللازمة لمزاولة المهنة [4] .

وفي البورصات التي يتحدد فيها عدد السماسرة بعدد معين لا يمكن تجاوزه كما في بورصة لندن ونيويورك يتطلب الأمر شراء حق المزاولة من أحد هؤلاء السماسرة ويتفاوت الثمن حسب نشاط السوق .

### 4-1-4 القواعد التي تنظم عمل السماسرة

المتعاملين في البورصة لا يعرفون بعضهم ، ولا يتعاملون مباشرة مع بعضهم ، ويكفي أن يعطي العميل أمره إلى سمساره ليقوم السمسار بتنفيذ العملية ، لذلك كان من الضروري حماية مصالح المتعاملين بوضع قواعد تنظم عمل السماسرة لضمان حسن أدائهم لوظيفتهم . ومن تلك القواعد ما يلي :

أ - عدم مزاولة عمل تجاري خلاف السمسرة ، وألا يكون عضو مجلس إدارة إحدى الشركات أو مستشاراً أو خبيراً أو مستخدماً بها أو بإحدى المحلات التجارية أو بأحد البنوك ، وألا يكون هو أو زوجته أو أحد فروعه أو أصوله مزاولاً لعمليات بيع الأوراق المالية بالآجل [5] .

ب - تحظر لوائح بعض البورصات تكوين شركات سمسرة بين نوعين من السماسرة كأن تكون بين السماسرة بالعمولة والسماسرة الذين يعملون لحسابهم ، وذلك حتى لا تحول المصلحة

---

[1] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 345 .
[2] علي شلبي ، مرجع سابق ، ص 79 .
[3] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 346 .
[4] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 64 .
[5] المرجع السابق مباشرة ، ص 69 .

الخاصة لأي من النوعين أو كليهما دون تحديد السعر العادل للسمسار الذي يعمل لحسابه وأحسن سعر ممكن للعميل [1]

جـ - الالتزام بالمحافظة على أسرار المهنة بعدم إفشاء أي معلومات عن العملاء ، وعدم نشر أي تعليقات أو آراء بشأن أسعار الأسهم واتجاهاتها [2] .

د - يحظر على السماسرة تنفيذ أي صفقة لعميل يعلمون أنه سبق له عدم الوفاء بالتزاماته لعضو آخر ، مالم يحصلوا على موافقة سابقة من لجنة السوق بالتعامل مع هذا العميل [3] .

هـ - لا يجوز للسمسار أن ينصب نفسه طرفاً ثانياً في العملية المكلف بها ، فلا يشتري من عميله أو يبيع له ، وذلك للتعارض بين مصلحة السمسار ومصلحة العميل [4] .

و - ضرورة تنفيذ جميع الصفقات داخل ردهة البورصة وفي مواعيد العمل الرسمية [5].

ز - الامتناع عن أي عمل من شأنه ترتيب أو المساهمة في إيجاد معاملات وهمية لا تؤدي إلى انتقال حقيقي للأسهم محل الصفقة [6] .

### 5-1-4 السمسرة في الفقه الإسلامي

استعرضنا فيما تقدم تعريف السمسار في اللغة وفي البورصة وموقف القانون من سماسرة الأوراق المالية ، ونتناول فيما يلي موقف الفقه الإسلامي من السمسرة ، فنعرض تعريف السمسرة في الشرع ، وأدلة مشروعيتها ، والتكييف الفقهي لها .

**السمسار في الشرع :** عرف الفقهاء السمسار تعريفات متقاربة فعرفه المالكية بأنه الطواف في الأسواق بالسلع أو ينادي عليها بالمزايدة [7] .

عرفه الحنفية بأنه من يعمل للغير بالأجر بيعاً وشراءً [8]. وقال الشوكاني " سمساراً " بسينين مهملتين قال في الفتح وهو في الأصل القيم بالأمر والحافظ ثم استعمل في متولى البيع والشراء لغيره [9] .

وفي المغني السمسار من يقوم بالشراء والبيع بأجر [10] . وقال صاحب فقه السنة السمسار هو الذي يتوسط بين البائع والمشتري لتسهيل عملية البيع [11] .

---

[1] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 348 .
[2] د. علي شلبي ، مرجع سابق ، ص 84 .
[3] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 348 .
[4] د. مصطفى كمال طه ، القانون التجاري ، مرجع سابق ، ص 375 .
[5] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 349 .
[6] المرجع السابق مباشرة ، ص 349 .
[7] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 74 .
[8] السرخسي ، المبسوط ، ج 15 ص 115 . www.almeshkat.net
[9] الشوكاني ، نيل الأوطار ، مرجع سابق ، ج 5 ص 264 .
[10] ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ، ص 466 .
[11] السيد سابق ، فقه السنة ، مرجع سابق ، ج 3 ص 243 .

فالتعريف اللغوي يختلف عن التعريف الفقهي ، فعند أهل اللغة يقوم السمسار بالدلالة على مكان السلعة وصاحبها ، أو يتوسط بين البائع والمشتري ، أما عند الفقهاء فهو يصاحب السلعة ويتولى بيعها أو شراءها أو يطوف بها الأسواق [1] .

**ب ـ مشروعية السمسرة**

السمسرة سواء بمعناها اللغوي أو الشرعي عمل مباح يقدم به محترفها خدمة لغيره بأجر معلوم ويدل على مشروعية السمسرة الأدلة العامة من الكتاب والسنة التي تدل على التعاون مع الغير في البر والتقوى كقوله تعالى " **وَتَعَاوَنُواْ عَلَى الْبرِّ وَالتَّقْوَى وَلاَ تَعَاوَنُواْ عَلَى الإِثْمِ وَالْعُدْوَانِ** " [2] ، وقد كان السماسرة على عهد رسول الله صلى الله عليه وسلم ففي حديث قيس بن أبي غرزة قال : كنا نسمي في عهد رسول الله صلى الله عليه وسلم السماسرة . فمر بنا رسول الله صلى الله عليه وسلم فسمانا باسم هو أحسن منه فقال " يا معشر التجار إن البيع يحضره الحلف واللغو فشوبوه بالصدقة " [3] .

ووجه الجواز في الحديث أن النبي صلى الله عليه وسلم لم ينكر عليهم وإنما نصحهم وسماهم اسماً حسناً . وقال الإمام البخاري : لم ير ابن سيرين وعطاء وإبراهيم والحسن بأمر السمسار بأساً [4] .

**جـ ـ التكييف الفقهي للسمسرة**

تبين من التعريف اللغوي والتعريف الفقهي للسمسرة أنها عبارة عن التوسط بين البائع والمشتري ، أو البيع والشراء للغير مقابل أجر معلوم . ولمعرفة التكييف الفقهي للسمسرة سنقارن بين أعمال السمسرة ، والأعمال الأخرى التي تشبهها ويتضمنها الفقه مثل الوكالة والإجارة والولاية عن الغير والفضالة والجعالة.

1. **السمسرة والوكالة**

الوكالة معناها التفويض ، وتطلق على الحفظ ، المراد بها استنابة الإنسان غيره فيما يقبل النيابة [5] .

.

فإذا أدركنا أن السمسرة في أسواق الأوراق المالية تعني التوكيل الذي يعطيه العميل لوسيطه لبيع أو شراء أوراق مالية معينة ، فإنه ليس من الصعب علينا تكييف عقد السمسرة على أنه عقد وكالة بالبيع والشراء مقابل أجره [6] .

ولكن هذا التكييف غير سليم لأن السمسار لا يبيع ولا يشتري ولكنه يتوسط بين الطرفين ويقرب وجهات النظر ولذلك سماه بعض الفقهاء الدلال ، أي الذي يدل الناس على السلع والأثمان ، نعم قد يوكل أحد الطرفين سمساراً يبيع له أو يشتري أو يستأجره وهذا يختلف عن السمسرة في حد ذاتها ، فما

---

[1] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 74 .
[2] سورة المائدة ، الآية 2 .
[3] ابن ماجة حديث رقم 2145 ، الترمذي حديث رقم 1208 ، النسائي حديث رقم 4739 . www.almeshkat.net
[4] السيد سابق ، فقه السنة ، مرجع سابق ، ج 3 ص 243 .
[5] المرجع السابق مباشرة ، ج 3 ص 343 .
[6] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 357 .

بين السمسار ومن وكله أو استأجره علاقة تختلف عن علاقة السمسار المجردة من عقود أخرى مع أطراف التعامل ، كما أن السمسار يقوم بعمل مادي للغير مقابل أجر، ولكنه لا يتصرف التصرفات الشرعية من بيع وشراء وهبة وغيرها من العقود ، فضلاً عن أن السمسار تظهر صفته في الأسواق عادة ، أما الوكيل فلا تظهر صفته فهو يتصرف التصرف الموكل فيه كأنه أصيل . وهكذا فإن السمسرة تختلف عن الوكالة من حيث نطاق كل عمل [1] .

**2. السمسرة والإجارة**

الإجارة عقد على منفعة معلومة مقصودة قابلة للبذل والإباحة بعوض معلوم . والمنفعة قد تكون منفعة أعيان كاستئجار الأراضي للزراعة والدور للسكني والدواب لركوبها ، وقد تكون منفعة عمل كاستئجار أرباب المهن على الأعمال التي يقومون بها من نجارة أو حدادة أو صباغة أو نحو ذلك ، وقد تكون منفعة الشخص الذي يبذل جهده كالخدم ، ويسمي الفقهاء صاحب منفعة العمل بالأجير المشترك ، ومنفعة الشخص بالأجير الخاص [2] .

وقد تلتبس السمسرة بإجارة العمل ، في أنها بذل جهد للغير بأجر معلوم ، ومن هنا يتعين ذكر أحكام الأجير المشترك لنرى إلى أي مدى يقتربان أو يبتعدان [3] .

يشترط في عمل الأجير أن يكون معلوماً علماً يرفع الجهالة عنه كأن يقول شخص لآخر استأجرتك لتبني لي هذه الحائط أو لتعمل لي هذا الصندوق أو نحو ذلك ، وأن تكون الأجرة معلومة [4] .

والإجارة على ضربين **أحدهما** أن يعقدها على مدة ، **والثاني** أن يعقدها على عمل معلوم كبناء حائط وخياطة قميص وحمل إلى موضع معين ، والأجير يملك الأجرة بمجرد العقد إذا أطلق ولم يشترط المستأجر أجلاً [5] .

والسمسرة غير معلومة ولا يمكن تعيينها لأنها مرتبطة بمدى نجاح السمسار في عمله ، فقد يظل فترة طويلة دون أن ينجح أو يتعاقد بسرعة دون جهد فالاعتبار ليس بالعمل بل بنتيجته ، كما أن الأجر في السمسرة لا يجب ولا يستحق بمجرد العمل بل بنجاح السمسار في مهمته . ومن هنا تفترق السمسرة عن الإجارة وإن اتفقت مع بعض أحكامها [6] .

**3. السمسرة والولاية عن الغير**

---

[1] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 75 ، 76 .
[2] الجزيري ، الفقه على المذاهب الأربعة ، دار ابن الهيثم ، القاهرة ، ب . ت ، ص 671 ، 677 .
[3] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 76 ، 77 .
[4] الجزيري ، الفقه على المذاهب الأربعة ، مرجع سابق ، ص 673 .
[5] ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ، ج 5 ص 438 ، 443 .
[6] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 77 .

عرف الفقهاء الولاية عن الغير بأنها سلطة شرعية يتمكن بها صاحبها من إنشاء العقود والتصرفات وتنفيذها . وتثبت هذه الولاية على من لم يتوفر فيه الأهلية الكاملة لإبرام التصرفات كالصغير والمجنون والسفيه [1] . وعلى ذلك فإنه لا شبه بين السمسرة والولاية عن الغير [2] .

**4. السمسرة والفضالة**

الفضولي هو الذي يعقد لغيره دون إذنه ، مثل أن يبيع إنسان ملكاً لغيره وهو غائب ، أو يشتري دون إذن منه كما يحدث عادة [3]. وبذلك تختلف السمسرة عن الفضالة في أنها ليست تصرفاً بل عمل يتم بإذن أحد المتبايعين [4] .

**5. السمسرة والجعالة**

الجعالة عقد على منفعة يُظن حصولها كمن يلتزم بجُعل معين لمن يحفر له هذه البئر حتى يصل إلى الماء . وتجوز الجعالة مع غير معين وعلى العمل المجهول ، ويتوقف استحقاق العوض فيها على الفراغ من العمل [5] .

وبهذه الخصائص المذكورة للجعالة نجدها تنطبق على السمسرة وخاصة في جوازها على العمل المجهول وتوقف استحقاق العوض فيها على الفراغ من العمل ، وهو ما قال به الإمام مالك في المدونة ، حيث جاء فيها " قلت : هل يجوز أجر السمسار في قول مالك ؟ قال : نعم . سألت مالكاً عن البزاز يدفع إليه الرجل المال ليشتري له بزاً ويجعل له في كل مائة يشتري له بها بزاً ثلاثة دنانير قال : لا بأس بذلك . قلت : أمن الجعل هذا أم من الإجارة ؟ قال : هذا من الجعل [6] .

وعلى ضوء ما عرضناه من مقارنة بين أعمال السمسرة والأعمال الأخرى التي تشبهها في الفقه الإسلامي ، يمكننا القول بأن السمسرة تتطابق تماماً مع الجعالة وإن كانت تتشابه في الظاهر مع الإجارة والوكالة . والله أعلم .

**د ـ الموقف الفقهي من الشروط التي ذكرها القانون للسمسار**

بعد أن تبين لنا أن السمسرة تتطابق تماماً مع الجعالة نستطيع أن نتعرف على مدى موافقة الشروط والقواعد التي ذكرها القانون للسمسار مع الأحكام الفقهية من خلال تطبيق أحكام الجعالة على تلك الشروط .

---

[1] السيد سابق ، فقه السنة ، ج 3 ص 483 .
[2] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 76 .
[3] السيد سابق ، فقه السنة ، ج 3 ص 233 .
[4] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 76 .
[5] السيد سابق ، فقه السنة ، ج 3 ص 366 .
[6] www.almeshkat.net

1. أما الشروط التي تتعلق بالحالة المدنية كتمتعه بجنسية البلد الذي يرغب في مزاولة عمله فيها وبلوغه سناً معينة ، وتمتعه بالأهلية القانونية .

فهذه الشروط تتوافق مع الأحكام الفقهية التي تقضي بأن يكون الموكل والوكيل مالكين للتصرف بأنفسهم فيما يوكلون فيه ، فلا يصح توكيل المجنون والصبي غير المميز [1] .

2. الشروط التي تتعلق بالنزاهة وحسن السيرة كألا يكون قد أشهر إفلاسه من قبل أو حكم عليه بالإدانة لجناية أو جنحة سرقة أو نصب أو خيانة أمانة وخلافه . فكل هذا يتفق مع ما تقرره الشريعة الإسلامية من وجوب الأمانة في كل شيء وتحريم الخيانة والنصوص أكثر من أن تحصى في هذا [2] .

غير أن الشريعة الإسلامية لا ترتب جزاءاً مدنياً مستمراً على من حوكم شرعاً في مخالفة ما بأن تمنع من تعامله في التجارة وغيرها ، ولا تعتبر الشريعة الإسلامية أن من أفلس أو سرق أو خان الأمانة فاقداً لأهلية التصرف [3] .

3. شرط وجود مقدرة مالية لممارسة السمسرة فلم يشترط الفقهاء مثل هذا الشرط الذي يتضمن حيازة نصاب مالي معين .

4. اشتراط توافر حد أدنى من التعليم والخبرة للتعامل في البورصة ، فإن الشريعة الإسلامية توجب على كل من تصدى للكسب أن يكون عالماً بما يصححه ويفسده لتقع معاملته صحيحة وتصرفاته بعيدة عن الفساد . فقد روي أن عمر رضي الله عنه كان يطوف بالسوق ويضرب بعض التجار بالدرة ويقول : " لا يبيع في سوقنا إلا من يفقه وإلا أكل الربا شاء أم أبى " [4] .

5. أما حظر القانون على السمسار أن يزاول أعمالاً تجارية غير السمسرة أو يعقد عمليات لحسابه الخاص ، فلم يشترط الفقهاء مثل هذا الشرط .

ويتضح مما سبق أن بعض الشروط التي ذكرها القانون للسمسار تتوافق مع الأحكام الفقهية للشريعة الإسلامية ، والبعض الآخر لا يتوافق معها ويجب تعديلها لتكون متوافقة مع أحكام الشريعة ، على أن يكون حق ولي الأمر ممثلاً في إدارة من الإدارات في التدخل في النشاط الاقتصادي بوضع شروط تقيد المباح إذا رأى أن المصلحة تقتضي ذلك في أقل الحدود لعدم التضييق على الناس .

### 6-1-4 صانعو الأسواق ( المشتغلون بالمتاجرة في الأسهم )

لاستكمال هذا المبحث المتعلق بالسماسرة ( الوسطاء الماليون )، يجدر بنا أن نتناول صانعي الأسواق ( المشتغلون بالمتاجرة في الأسهم ) باعتبارهم وسطاء أو باعتبارهم نوعاً من أنواع السماسرة ولكنهم يتعاملون لحسابهم الخاص ثم نوضح موقف الفقه الإسلامي منهم .

[1] السيد سابق ، فقه السنة ، مرجع سابق ، ص 344 ، 345 .
[2] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 79 .
[3] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 365 ، 366 .
[4] السيد سابق ، فقه السنة ، مرجع سابق ، ج 3 ص 224 .

ولبيان من هم صانعو الأسواق لابد من التنويه إلى طريقة تنفيذ العمليات في بورصة لندن ، حيث تقوم على نظام فريد ليس له مثيل في كافة بورصات العالم إذ يقوم هذا النظام على الوساطة والتجارة معاً وذلك من خلال :

أ - السماسرة Brokers : فالسماسرة في بورصة لندن لا يتعامل بعضهم مع بعض وهو ما يميز هذه السوق عن غيرها من الأسواق .

ب – الجوبرز Jobbers : وهم تجار الجملة ويطلق عليهم أحياناً ديلرز Dealers ، ويتخصص الجوبر في بيع وشراء إصدارات الأوراق المالية ، ويمتنع عليه التعامل مع الجمهور مباشرة وإنما من خلال أحد سماسرة الأوراق المالية .

ويتعامل السمسار بصفته وكيلاً بالعمولة مع الجوبر بصفته تاجراً للأوراق المالية ، والجوبر يبيع ويشتري لحسابه إلا أنه يعمل باسم وتحت مسئولية أحد سماسرة الأوراق المالية ولكنه لا يتعامل مع السمسار الذي يتبعه بيعاً ولا شراء [1] .

والجوبر يعتبر من صناع السوق وأحد أركانه فمن خلاله يتم عقد الصفقات وبغيره لا تتم ، ومن خلاله ينفذ السمسار الأوامر الصادرة إليه من العملاء بالبيع أو الشراء ، فإذا كان السمسار بائعاً كان الجوبر مشترياً ، وإذا كان الجوبر مشترياً كان السمسار بائعاً .

ويتشابه هذا النموذج إلى حد بعيد مع نموذج بورصة وول ستريت في مدينة نيويورك حيث يوجد حشد كبير تموج به البورصة وهو خليط من السماسرة والمشتغلين بالمتاجرة في الأوراق المالية على اختلاف مسمياتهم ولعل أكثرهم حيوية وقدرة ونشاط من يتسمون بالمتخصصين " الإسبشيالست " Specialist وعددهم وحدهم 360 تاجراً متخصصاً ، ويشارك هؤلاء في صناعة السوق مع المشتغلين بأعمال المتاجرة لحسابهم والذين يطلق عليهم على سبيل التقريب لفظ " ديلر " ، وإن كان مفهوم هذا اللفظ ينصرف إلى من يقومون بعمليات البيع والشراء في السوق غير الرسمية على عكس بورصة لندن . ورغم أهمية الدور الذي يلعبه صانعو الأسواق في جميع البورصات العالمية حتى لا يكاد المرء يتصور إمكان الاستغناء عنهم دونما التسبب في تعطيل عملية التداول عن دورها المنظم إلا أن صناع السوق لا يدخل في فلسفة عملهم أية اعتبارات تستهدف دعم الأسعار أو مؤازرتها إذا اقتضى الأمر ، وما دخولهم السوق إلا بغرض تحقيق هامش من الربح يمثل الفرق بين سعري البيع والشراء فما يباع من خلالهم اليوم يسترد في الغد بثمن أقل ليباع مرة أخرى بثمن أعلى [2] .

**الموقف الفقهي من صانعي الأسواق**

سوف أعرض لرأي علماء استثمار ومتخصصون غربيون في شئون البورصة عن صانعي الأسواق " ويرى علماء الاستثمار والمتخصصون في شئون البورصات أن كل من يكرس كل وقته في

---

[1] د. سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 160 ، 161 .

[2] د. سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 161 - 175 .

المتاجرة بالأسهم لتحقيق هامش ربح عند البيع أو الشراء مستفيداً من عدم وصول أوامر السماسرة بالشراء أو البيع بصورة منتظمة إلى البورصة يصبح موضع انتقاد باعتباره من كبار المقامرين الذين يناورون ويؤثرون على حركة الأسعار " [1] .

وأعتقد أن هذا الرأي بالغ الوضوح الصادر عن أهل الاختصاص من الغربيين في البورصة يعتبر شهادة لا حاجة معها إلى مزيد من الإيضاح والبيان **" وَشَهِدَ شَاهِدٌ مِّنْ أَهْلِهَا "** [2] .

## المبحث الثاني

[1] المرجع السابق مباشرة ، ص 166 ، 167 .

[2] سورة يوسف ، الآية 26 .

## البيوع التي تتم في البورصة

سنتناول في هذا المبحث البيوع التي تتم في البورصة وهي الجانب التطبيقي لعمليات التداول بين المتعاملين ، وعمليات البورصة تأخذ أحد أشكال ثلاثة :

**1-2-4 البيوع العاجلة الفورية .**

**2-2-4 البيوع الآجلة .**

**3-2-4 البيوع الخيارية الشرطية أو الامتيازات .**

### 1-2-4 البيوع العاجلة الفورية

هي العمليات التي يتم تنفيذها على الفور حيث يتم تسليم الأسهم لمشتريها ويأخذ البائع الثمن [1] .
ويعمد المتعاملون في الأسهم إلى التعامل العاجل لواحد من السببين التاليين أو كلاهما :

1. الاحتفاظ بها للاستفادة من توزيعات أرباحها المتكررة .
2. بيعها وتحقيق ربح من ارتفاع أسعارها في البورصة [1] .

[1] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 277 .

بعد أن بينا مفهوم البيوع العاجلة نتناول في عجالة المقاصد الشرعية للمعاملات المالية ، وبعض التعريفات والمعاني التي تتعلق بالبيع ، والأسهم ، والفروق الأساسية بين الأسواق العاجلة والآجلة دونما إطالة أو إخلال بالمعنى ، وبالقدر الذي يفيد البحث .

**مقاصد الشريعة الإسلامية**

المقاصد في الشريعة الإسلامية تعني المعاني والحكم الكلية الملحوظة للشارع في جميع أحوال التشريع ، والمقصد الأسمى للشريعة الإسلامية هو إخلاص العبادة لله وحده لا شريك له ، ثم إرشاد الخلق إلى ما يجلب لهم المصالح ويدفع عنهم المضار[2].

**المقصد الشرعي في المعاملات المالية**

المقصد الشرعي الأساسي في المعاملات المالية المحافظة على المال ، وتكون بمنع الاعتداء عليه بالسرقة والغصب ، وتنظيم التعامل بين الناس على اساس من العدل والرضا ، وبالعمل على تنميته ووضعه في الأيدي التي تصونه وتحفظه ، وتقوم على رعايته ، وتستخدمه في الإنتاج ، وتنمية الموارد العامة ، ومنع أن يؤكل بين الناس بالباطل . ويدخل في المحافظة على المال كل ما شرع للتعامل بين الناس من بيوع وإجارات ، وغيرها من العقود التي يكون موضوعها المال ، وتحريم التغرير والخداع والنصب [3] .

**معنى البيع**

البيع معناه لغة مطلق المبادلة ولفظ البيع والشراء يطلق كل منهما على الآخر فهما من الألفاظ المشتركة بين المعاني المتضادة .

ويراد بالبيع شرعاً مبادلة مال بمال [4] على سبيل التراضي أو نقل ملك [5] بعوض [6] على الوجه المأذون [7] فيه [8] .

**مشروعية البيع**

البيع مشروع بالكتاب والسنة وإجماع الأمة .

[1] د. منى قاسم ، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية ، الدار المصرية اللبنانية ، القاهرة ، 2007 ، ص 33 ، 34.
ـ د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 602 .
[2] محمد أبو زهرة ، مرجع سابق ، ص 378 ، 379 .
ـ د. عبد الوهاب إبراهيم أبو سليمان ، فقه المعاملات الحديثة ، دار ابن الجوزي ، المملكة العربية السعودية ، ط 1 ، 1426 هـ ، ص 13 ، 14 .
[3] محمد أبو زهرة ، مرجع سابق ، ص 368 ـ 372 .
[4] المال : كل ما يملك وينتفع به وسمي مال لميل الطبع إليه .
[5] احتراز عن مالا يملك .
[6] احتراز عن الهبات ومالا يجوز أن يكون عوضاً .
[7] احتراز عن البيوع المنهي عنها .
[8] السيد سابق ، فقه السنة ، مرجع سابق ، ج 3 ص 225 .

أما الكتاب فلقوله تعالى " **وَأَحَلَّ اللّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا** " [1] .

وأمـــا الســـنة فلقولـــه صـــلى الله عليـــه وســـلم " أفضـــل الكســـب عمـــل الرجـــل بيـــده وكـــل بيـــع مبرور " [2] .

وقد أجمعت الأمة على جواز البيع والتعامل بـه من عهد رسول الله صلى الله عليه وسلم إلى يومنا هذا [3] .

**تعريف السهم الاصطلاحي**

" يتفق غالبية فقهاء القانون التجاري على أن السهم هو عبارة عن الصك الذي يعطي للمساهم فـي شركة المساهمة لكي يمثل مقدار الحصة أو الحصص التي يشترك بها في رأس المال " [4] .

ـ السهم " صك يمثل نصيباً عينياً أو نقدياً في رأس مال الشركة ، قابل للتداول ، يعطي مالكه حقوقاً خاصة " [5] .

ـ السهم " هو صك يمثل حصة في رأس مال شركة المساهمة وهو يعني حق الشريك في الشركة كما يعني الصك المثبت لهذا الحق " [6] .

إذا نظرنا إلى التعريفات السابقة فسنجد أنها تشير إلى أمرين :

1. نصيب الشريك في موجودات الشركة .
2. الصك المكتوب لإثبات هذا الحق .

**التكييف الفقهي للسهم**

التكييف الفقهي للسهم يختلف تبعاً لما يمثله السهم في التعريف الاصطلاحي والباحثين المعاصرين على ثلاث أقوال :

**القول الأول :**

السهم يمثل نصيب الشريك في موجودات الشركة وهذا هو حقيقة السهم [7] .

**القول الثاني :**

الأسهم عروضاً تجارية فيرى الأساتذة : أبو زهرة وعبد الرحمن حسن وخلاف : " أن الأسهم أموال قد اتخذت للإتجار ، فإن صاحبها يتجر فيها بالبيع والشراء ، ويكسب منها كما يكسب كل تاجر من

[1] سورة البقرة ، الآية 275 .
[2] البيع المبرور : هو الذي لا غش فيه ولا خيانة .
[3] السيد سابق ، فقه السنة ، مرجع سابق ، ص 225 .
[4] أ.د. فوزي عطوى ، مرجع سابق ، ص 136 ، 137 .
[5] د. أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 48 .
[6] د. مصطفى كمال طه ووائل أنور بندق ، مرجع سابق ، ص 386 .
[7] د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 108 ، 183 .

سلعته ، وقيمتها التي تقدر في الأسواق تختلف في البيع والشراء عن قيمتها الاسمية ، فهي بهذا الاعتبار من عروض التجارة " [1] .

**القول الثالث :**

وقد جمع بين القولين السابقين فاعتبر أن السهم يمثل نصيب المساهم في موجودات الشركة وأنه ورقة مالية مستقلة [2] .

**الفروق الأساسية بين الأسواق العاجلة والآجلة**

1. الغرض من العقد في الأسواق الفورية استلام السلعة وتسليم الثمن بخلاف الأسواق الآجلة فالمقصود منها المخاطرة على تقلب الأسعار .
2. في السوق الفورية يمكن أن يكسب البائع والمشتري عند ارتفاع سعر السلعة أما في السوق الآجلة فلا يحقق الربح فيها إلا طرف واحد كما في القمار .
3. العمليات الخيارية لا تتواجد إلا في الأسواق الآجلة [3] .

**الموقف الفقهي من البيوع العاجلة الفورية**

يرى جمهور الباحثين والفقهاء المعاصرين [4] جواز بيع وشراء الأسهم في العمليات العاجلة أو الفورية. الفورية.

لكنهم اشترطوا لتكون البيوع العاجلة التي تتم في البورصة صحيحة عدة شروط هي :

1. أن تكون أسهم عادية لأن باقي أنواع الأسهم لا يجوز إصدارها شرعاً [5] .
2. أن تكون أسهم شركات لا تتعامل بالربا أخذاً أو عطاءاً ، أو في المحرمات بيعاً أو شراءاً [6] .
3. أن تكون الشركة مصدرة الأسهم قد مارست نشاطها وغلب على موجوداتها الآلات والأدوات والمنتوجات ولو كان معها أموال نقدية أو ديون لأن الحكم للغالب .

---

[1] د. يوسف القرضاوي ، فقه الزكاة ، مكتبة وهبة ، القاهرة ، ط 16 ، 1986 ، ج 1 ص 525 .
- د. صالح بن زابن المرزوقي ، مرجع سابق ، ص 344 .

[2] د. أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 190 .

[3] المرجع السابق مباشرة ، ص 191 .

[4] علي الخفيف ، مرجع سابق ، ص 96 ، 97 .
- الشيخ محمود شلتوت ، مرجع سابق ، ص 308 .
- د. يوسف القرضاوي ، مرجع سابق ، ج 1 ص 520 .
- الشيخ عبد الله بن سليمان المنيع ، مرجع سابق ، ص 222 .
- د. عبد العزيز الخياط ، مرجع سابق ، ص 216 .
- د. صالح بن زابن المرزوقي ، مرجع سابق ، ص 345 ، 346 .
- د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 424 .
- د. أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 195 .
- د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 298 ، 299 .
- د. سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 409 .

[5] انظر ص 58 - 64 من هذا البحث .

[6] قرارات المجمع الفقهي الإسلامي ، رابطة العالم الإسلامي ، مرجع سابق ، ص 134 .
- قرارات مجمع الفقه الإسلامي ، منظمة المؤتمر الإسلامي ، قرار 65 / 1 / 7 بشأن الأسواق المالية .

- أما إذا كانت موجودات الشركة يغلب عليها الأموال النقدية ، أو كان بيع الأسهم بعد قيام الشركة وقبل ممارسة نشاطها فإن البيع يعتبر مبادلة نقد بنقد وتطبق عليه قواعد الصرف من التماثل والتقابض في المجلس بين الجنس الواحد وإلا اعتبرت الزيادة من ربا الفضل.
- وإذا أصبح غالب مال الشركة من الديون تطبق على الأسهم أحكام التعامل بالديون وحينئذ لا يجوز بيع الأسهم بثمن مؤجل حيث روي أن الرسول صلى الله عليه وسلم " نهى عن بيع الكالئ بالكالئ " أي الدين بالدين [1] .

**رأي الفقه في البيوع العاجلة الصحيحة التي تهدف إلى الربح من تقلبات الأسعار**

تبين من رأي جمهور الفقهاء المعاصرين أن بيع وشراء الأسهم في العمليات العاجلة في البورصة صحيح وجائز اتفاقاً ونافذ شرعاً ، على أن تتوافر الشروط الشرعية الأخرى .

والباحث يود إظهار معنى جوهري مستمد من هذا الرأي هو أن بيع وشراء الأسهم في العمليات العاجلة للبورصة سواء كان بهدف الاحتفاظ بها للاستفادة من توزيعات أرباحها المتكررة هو الأصل ، أو تحقيق ربح من الإرتفاع الحقيقي في أسعار الأسهم الناتج من زيادة حقوق الملكية للمساهمين ، المتمثل في ارتفاع قيمة الأصول الرأسمالية والإحتياطيات والأرباح غير الموزعة ، أو للحصول على السيولة لمواجهة المتطلبات الخاصة للبائعين ، أو الرغبة في تغيير مجال الاستثمار على أن يكون هذا استثناءً من الأصل الذي يجعل المساهمة في رؤوس أموال الشركات نهائية وذات أجل طويل ، صحيح وجائز شرعاً .

المعنى السابق ضروري لأنه يضبط الجانب التطبيقي لبيع وشراء الأسهم في العمليات العاجلة في البورصة بالحكم الفقهي الصحيح لها ، ويتوافق مع المقاصد الشرعية للمعاملات المالية [2] ، ويرتبط بالتعريف الاصطلاحي للبورصة الإسلامية [3] .

والتساؤل الذي يطرح نفسه الآن هل هذا الحكم الفقهي الصحيح يسمح بأن يكون الاستثناء بالبيع لتحقيق ربح من ارتفاع أسعار الأسهم نظاماً استثمارياً أصيلاً ؟ وهل يتوافق ذلك مع المقاصد الشرعية الأساسية للمعاملات المالية ، ومع المنهج الاقتصادي الإسلامي ؟

والذي يظهر لي - والله تعالى أعلم - بالصواب أن الحكم الفقهي بصحة البيوع العاجلة لا ينطبق على هذه العمليات التي تهدف إلى تحقيق ربح من التنبؤ بتقلبات أسعار الأسهم للأسباب التالية :

1. افتقادها للعدالة لأن ارتفاع أسعار معظم الأسهم غير حقيقي ويدل على ذلك أن أسهم بعض الشركات ترتفع رغم إعلانها الخسارة ووجود انطباع سيىء عن أدائها عند المساهمين [1] .

---

[1] د. علي محي الدين القرة داغي ، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي ، بحث بمجلة مجمع الفقه الإسلامي ، منظمة المؤتمر الإسلامي ، جدة ، 1992 ، ع 7 ، ج 1 ص 83 - 128 .
د. أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 371 - 379 .
[2] انظر ص 121 من هذا البحث .
[3] انظر ص 8 من هذا البحث .

2. تشتمل علي الجهالة والغش والخداع لأن المساهمين في غالبيتهم لا يعرفون شيئاً كثيراً عن الشركات ، بل أن بعضهم لا يعرف اسم الشركه علي الوجه الصحيح ، ولا النشاط الذي تزاوله ، ويتحكم في ارتفاع أسعار الأسهم وهبوطها الإشاعات وتحركات كبار المساهمين [2] .
3. تتضمن معاني المغامرة والمراهنة التي تصل إلى حد المقامرة في أحيان كثيرة ، لأن ارتفاع الأسعار وهبوطها يتم بين لحظة وأخرى دون الاعتماد على أي معلومات مدققة عن ميزانيات تلك الشركات أو نتائج أعمالها ، والمستثمر قد يبيع ما اشتراه ويشتري ما باعه عدة مرات في اليوم الواحد [3] .
4. تهدر قيمة عقود الشركات كأحد وسائل المعاملات المالية الشرعية ، لأنه عندما تتحول نية المكتتبين من المساهمة في شركة إلى عملية مراهنة على أسعار أسهمها ، تنعدم القيمة التي تمثلها عقود الشركات من حياة الناس .
5. مخالفتها للمقاصد الشرعية للمعاملات المالية ، من ضرورة أن يكون التعامل بين الناس على أساس العدل ، ومنع أكل أموال الناس بالباطل ، وجلب المصالح ودفع المضار ، ولا يخفى ما يصيب المتعاملين بهذه الطريقة من مضار تتمثل في الخسائر التي يتكبدونها .
6. تعارضها مع المنهج الاقتصادي الإسلامي الذي يعظم قيمة العمل ، ويجعل المساهمة في ملكية الشركات المنتجة في مختلف القطاعات أبدية أو ذات آجال طويلة ، بما يمكن من تحقيق التنمية الاقتصادية الشاملة ، والتكامل الاقتصادي بين الدول الإسلامية [4] .

**الخلاصة** أن بيع وشراء الأسهم في العمليات العاجلة في البورصة صحيح وجائز اتفاقاً ونافذ شرعاً ، ولكن هذا الحكم لا ينطبق على العمليات العاجلة التي تهدف إلى تحقيق ربح من التنبؤ بتقلبات أسعار الأسهم لما سبق من أسباب والله أعلم .

**صور أخرى من البيوع العاجلة**

هناك صورة أخرى من البيوع العاجلة والتعامل عليها أكثر شيوعاً في أسواق الدول الرأسمالية الغربية وهذه البيوع ضربين .

**أحدهما :** البيع على المكشوف .

**وثانيهما :** الشراء أو المتاجرة بالحد .

وهاتان الصورتان هما أعلى صور المضاربة بمفهومها الغربي وإن شئت فقل المقامرة [5].

**1. البيع على المكشوف أو البيع القصير**

---

[1] د. أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 378 .
[2] المرجع السابق مباشرة ، ص 378 .
[3] د. منى قاسم ، مرجع سابق ، ص 19 .
[4] د. أحمد محيي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 603 .
[5] د. سمير عبدالحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 410.

الأصل في المعاملات أن تشتري الورقة المالية أولاً ثم تباع فيما بعد ، وهو السلوك المتوقع من المستثمر الذي يشتري الورقة ، على أمل أن ترتفع قيمتها السوقية فيما بعد ، وتتحقق بعض الأرباح ، غير أن هناك نمط آخر من المعاملات ، وفيه تباع الورقة أولاً ثم تشتري فيما بعد عندما تنخفض قيمتها السوقية عن القيمة التي سبق أن بيعت بها [1] .

والبيع على المكشوف هو أن يبيع مستثمر أسهم مقترضة من سمسار على أمل أن ينخفض سعرها فيشتريها ويعيدها للسمسار ويكون قد كسب الفرق بين سعر الشراء والبيع [2] .

أو أن يبيع المستثمر أسهم لا يملكها وعند التسليم يقوم بشرائها من السوق ويعطيها للمشتري ، أو يقوم باقتراضها من آخر ويسلمها للمشتري ، ثم يقوم بشراء تلك الأسهم بعد ذلك للمقرض وهذه الصورة تسمى بالبيع على المكشوف أو البيع القصير ، حيث يهدف البائع إلى الربح إذ أنه يتوقع انخفاض سعر الأسهم بعدما باعها وبالتالي يشتريها بثمن أقل مما باعها ويستفيد بذلك [3] .

ومن المتبادر أنه إذا لم تنخفض أسعار هذه الأسهم فسوف يخسر البائع بمقدار الإرتفاع [4] .

**مثال :** نفرض أن شخصاً ما يتوقع انخفاض القيمة السوقية لسهم الشركه (س) خلال الفترة الزمنية القادمة ، فأعطى أوامره للسمسار الذى يتعامل معه بأن يبيع له على المكشوف 100سهم بالسعر الجارى وليكن 20جنيه للسهم . فإذا كانت توقعاته دقيقه وانخفض السعر إلى 15 جنيه للسهم ، فإنه يعطى أوامره للسمسار بشراء الأسهم من السوق بالسعر المنخفض ، ويعطيها للسمسار الذى اقترض من تلك الأسهم التى باعها ، ويكون قد حقق ربحاً قدره 500 جنيه [5].

**الموقف الفقهى من البيع على المكشوف**

الموسوعة الأمريكية عرفته بأنه البيع الذي يحدث عندما يبيع شخص ما لا يملكه بعد.

والمثال المتقدم يوضح تماماً أن البائع والسمسار تاجرا بأموال غيرهما دون إذنهم ولا سابق علمهم ولحسابهما وليس لحساب أصحاب الأسهم الحقيقيين ، فلا السمسار يمتلك الأسهم التي أقرضها ، والعميل المقترض بالطبع لا يمتلك الأسهم التي باعها ، والمشترى لا علم له أنه يشتري أسهماً لا يملكها بائعها . والرأسماليون الذين نشأت البورصة في أحضان بلادهم يقولون بأن البيع على المكشوف شر مستطير [6] .

وهذه العمليه تندرج تحت حكم بيع الإنسان ماليس عنده . وقد ورد النهي الصريح عن أن يبيع الإنسان سلعة لا يملكها أو سلعة معدومة غير موجودة وقت التعاقد . عن حكيم بن حزام قال : أتيت رسول الله صلى الله عليه وسلم فقلت " يأتيني الرجل يسألني من البيع ما ليس عندي ، ابتاع له من السوق ثم أبيعه

---

[1] د. منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص 147 .
[2] د. أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 223 .
[3] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 307 .
[4] د. أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 223 .
[5] د.منير إبراهيم هندى ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص 147، 148 .
[6] د.سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 411 ، 415 .

، قال : " لا تبع ما ليس عندك " وهي نفس الصورة التي يتم بها البيع على المكشوف في البورصة [1] .
ولتحريم هذه الصورة من التعامل علة أخرى ، وهي أن السمسار سيبقي حصيلة البيع معه كرهن للأسهم التي أقرضها للبائع ، ويقوم باستخدامها في أي مجال استثماري دون أن يدفع عنها فوائد ، وهذا هو سبب قبول السمسار إقراض الأسهم [2] ، والقرض إذا جرّ نفعاً فهو ربا [3] .

**الخلاصة** أن هذه الصورة من البيوع لا تجوز شرعاً لأنها بيع لما لا يملكه البائع ، ولوجود علة الربا .

**2. الشراء بالحد أو الشراء بالهامش**

وهو يشبه البيع على المكشوف من حيث أن كل منهما يقوم على القرض ووجه الاختلاف أن المشتري بالحد يقترض من سمساره نقوداً يشتري له مزيداً من الأوراق المالية التي أصدر إليه الأمر بشرائها [4] .

وأساس التعامل في هذا النوع من البيوع أن يشتري العميل أسهماً بمبلغ معين من المال ، في حين أنه لا يملك إلا جزءاً من قيمة هذه الأسهم " وهو الذي يسمى الهامش " فيدفعه للسمسار ، و يقترض الباقي من سمساره بفائدة محددة ، على أن ترهن الأسهم المشتراة عند السمسار كضمان للقرض ، ويقوم السمسار بالإقتراض بضمانها من البنك ولكن بسعر فائدة أقل [5] .

**الموقف الفقهي من الشراء بالحد**

لا إشكال في تحريم هذا النوع من التعاملات لأنها من صميم الربا لأن المشتري يقترض مالاً من السمسار بفائدة ثابتة محدده زمنا ومقداراً ، والسمسار أيضاً يستخدم تلك الأسهم ليقترض بضمانها من البنوك بفائدة [6] .

[1] د.عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 307 ، 308 .
- د.أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 224 .
- قرارات المجمع الفقهى الإسلامي ، رابطه العالم الإسلامى ، مرجع سابق ،ص 134 .
- قرارات مجمع الفقه الإسلامي ، منظمة المؤتمر الإسلامي ،قرار 65 /1 / 7 بشأن الأسواق المالية .
[2] د. منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص 148 .
[3] السيد سابق ، فقه السنة ، مرجع سابق ، ص 291 .
[4] د. سمير عبدالحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 420 .
[5] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 312 .
- د. سمير عبدالحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 420 .
[6] د. سمير عبدالحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 424.
- د. أحمد محى الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 429 .
- د. أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 222 .

ثم إن نسبة المخاطرة والمراهنة على أسعار الأسهم ترتفع جداً في هذه الصورة بحيث تقترب من صورة القمار ، وينتج عن هذا أضرار عظيمة تصيب الأسواق بالكساد والبلاد بأخطر الأزمات ، وهذا النوع من البيوع أحد أسباب أزمة الكساد الكبير سنة 1929 وكذلك انهيار البورصات في أكتوبر 1987 فيما وصف بأنه أكبر نكسة لها منذ أزمة الكساد الكبير [1] .

وهذه الأضرار والمفاسد وحدها كفيلة بمنع هذه الصورة من صور بيع الأسهم فى البورصة [2] .

## 2-2-4 البيوع الآجلة

البيوع الآجلة في البورصة هي العمليات التى يتم التعاقد عليها حالاً ، ويؤجل الدفع والتسليم إلى تاريخ لاحق متفق عليه مسبقاً ، يسمى موعد التصفية [3] . والغرض الأساسي من العمليات الأجلة الحصول على الربح من فرق السعر بين يوم عقد الصفقة وبين يوم التصفية ، ويسمى المتعاملون في هذه العمليات بالمضاربين ، ولها صور متعددة ومخاطر كثيرة سواء على المتعاملين أو على سوق رأس المال نفسه [4] .

وأغلب العمليات الآجلة تجرى على المكشوف أي أن المضارب لا يملك الأسهم التي يضارب عليها [5] .

**البيوع الآجلة الباتة القطعية**

العمليات الباتة هي التي يلتزم بموجبها كل من البائع والمشتري بتنفيذها في يوم التصفية المحدد مسبقاً ، فيلتزم المشتري بدفع الثمن بالسعر الساري في البورصة العاجلة عند التعاقد ويلتزم البائع بتسليم المبيع ولا خيار لأحدهم في فسخ العقد أو إلغائه إلا أن لكل من المتعاقدين أن يصفي مركزه بأن يبيع نقداً ما اشتراه آجلاً ، وله أو عليه الفرق بين سعري التعاقد والتصفية إن كان مشترياً ، أو أن يشتري ما باعه آجلاً وله أو عليه الفرق بين سعرى التعاقد والتصفية إن كان بائعاً . ولكل من المتعاقدين أيضاً أن يؤجل موعد التصفية إلى التصفية المقبلة بنقل مركزه إلى غيره مقابل سداد فائدة أو بدل عن فترة التأجيل تسمى ببدل التأجيل [6] .

---

ـ د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 312 .
ـ قرارات مجمع الفقه الإسلامى ، منظمة المؤتمر الإسلامى ، قرار 7/1/65 بشأن الأسواق الماليه .
[1] د. سمير عبدالحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 410 ،421 .
[2] د. أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 223 .
[3] عبدالستار بكرى حسن ، مرجع سابق ، ص 48 .
[4] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 338 .
[5] د. سمير عبدالحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 428 ،429 .
[6] د. أحمد محى الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 429 .
ـ د. سمير عبدالحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 430 ، 431 .
ـ عبدالستار بكرى حسن ، مرجع سابق ، ص 48 ، 49 .

**مثال :** بفرض أن بائع ومشتري اتفقا على عملية بيع آجل لعدد 1000 سهم من أسهم شركة ما بسعر 100 جنيه ، معنى هذا أن البائع ملتزم ببيع هذه الكمية من الأسهم في وقت التصفية بسعر 100 جنيه ، وأن المشتري يلتزم بشراء هذه الكمية من الأسهم بسعر 100 جنيه ، و هذا يعني أن المشتري عندما اشترى بهذا السعر ضارب على الزيادة ، و البائع عندما باع بهذا السعر ضارب على الهبوط ، فإذا جاء وقت التصفية ، فهناك ثلاث احتمالات :

**الأول :** أن يظل السعر كما هو دون تغيير ، فيقوم البائع بتسليم الأسهم للمشتري وأخذ الثمن منه ، وينتهى الأمر بلا كسب ولا خسارة إلا بقدر ما يتحمله المتعاملون في البورصة ، وهو ما يدفع للإدارة والسماسرة .

**الثاني :** أن يصح توقع المشتري ويرتفع سعر السهم في السوق العاجلة عند التصفية إلى 115 جنيه ، وهذا معناه أنه يأخذ من البائع بسعر 100 جنيه المتفق عليه ويبيع هو بسعر 115 جنيه ، والمسأله لا تحتاج إلى تعب وتسليم وتسلم ، وإنما السمسار الذى يقوم بالعمليتين يسجل الفرق بالزيادة ( المكسب ) وقدره 15000 جنيه في حساب المشتري ، خصماً من حساب البائع ( خسارة ) .

**الثالث :** أن يصح توقع البائع وينخفض سعر السهم في السوق العاجلة عند التصفية إلى 90 جنيه إذن البائع يستطيع أن يشتري من السوق بسعر 90 جنيه ويبيع بسعر 100 ، و لكن السماسرة والقائمون على البورصة يسهلون المسألة ، فيخصمون الفرق بالنقص ( الخسارة ) وقدرها 10000 جنيه من حساب المشتري ، ويسجلونها (مكسب) في حساب البائع .

ويؤدي تنفيذ عمليات البيع الآجل البات إلى كسب أحد المتعاملين على حساب الآخر تماماً كالمقامرين [1] .

**المرابحة والوضيعة في البورصة**

نترك المضاربة ونأتي إلى ما يسمى في البورصة بالمرابحة والوضيعة [2] ، فعندما يشعر المضاربون بالبورصة أنهم لن يستطيعوا تنفيذ العمليات الباتة الآجلة ، لأن الأسعار تطورت تطوراً

[1] د. على أحمد السالوس ، المعاملات المالية المعاصرة في ميزان الفقه الإسلامي ، دار الإعتصام ، القاهرة ، ط2 ،1987 ، ص 209 ، 210 .
[2] الحقيقة أن البورصة فيها أسماء بيوع تلتبس على المسلمين مثل كلمة مضاربة ومرابحة ووضعية .

كبيراً على خلاف ما توقع المضارب بائعاً أو مشترياً ، هنا يمكن للمضارب أن يؤجل هذه الصفقة إلى موعد التصفية التالي وأحياناً إلى أكثر من ذلك ، وهذا التأجيل يسمى مرابحة إذا كان بناء على طلب المشتري ، ويسمى وضيعة إذا كان من جانب البائع [1] .

**بيع المرابحة**

فالمشتري الذي راهن على ارتفاع الأسعار لتحقيق الربح ، إذا أخطأ ظنه بأن هبطت الأسعار فإنه سيحقق خسائر لا محالة ، ولتفادي الخسارة يلجأ إلى التأجيل بالبحث عن ممول من السماسرة أو غيرهم يقبل بشراء أسهمه شراءاً باتاً في موعد التصفية ، وبيعها له ثانياً بيعاً مؤجلاً حتى موعد التصفية المقبل ، وذلك مقابل زيادة ( فائدة ) ، وتسمى هذه العملية الزيادة بالمرابحة أو التأجيل بالمرابحة [2] .

**بيع الوضيعة**

وهو يتعلق بالبائع الذي راهن على هبوط الأسعار لتحقيق الربح ، فإذا أخطأ ظنه بأن ارتفعت الأسعار ، فلكي يتفادى الخسارة فإنه يبحث عن مضارب آخر يملك نفس النوع من الأسهم فيشتريها منه في موعد التصفية ، ويبيعها له مجدداً حتى موعد التصفية المقبل ، وتسمى هذه العملية التأجيل بالوضيعة [3] .

ولتتضح الصورة أكثر نفترض أن المشتري الذي ضارب على الصعود ، وأخطأ ظنه وانخفضت الأسعار إلى 90 جنيه ، مما يعني أنه سيتحمل خسارة قدرها 10000 جنيه ، مازال سيتوقع تحسن السعر في التصفية التالية بما يعوضه عن خسارته ، فإذا كان الأمر كذلك فإنه سيصدر إلى سمساره أمراً بتأجيل مركزه ، فيبحث له السمسار عن بائع يرغب في تأجيل التسليم ، مقابل بدل يتم الاتفاق عليه .

فإذا لم يجد السمسار بائعاً راغباً في تأجيل التسليم فإنه يبحث عن ممول ينقل إليه مركز المضارب حتى ميعاد التصفية التالية ، والممول هو ناقل يرغب في استثمار أمواله ، فيتسلم الأوراق بدلاً من المضارب ويدفع ثمنها نقداً حسب سعر التصفية ، ثم يبيعها للمضارب بالأجل مقابل حصوله على بدل التأجيل ، وبفرض أن المضارب تمكن من تأجيل مركزه إلى التصفية التالية مقابل بدل تأجيل قدره 5.

---

**فالمضاربة** في الإسلام تعني شركة بين رأس المال من جانب والعمل من جانب والربح يقسم بين الإثنين بالنسبة المتفق عليها . إنما المضاربة في البورصة تعني المقامرة .

**والمرابحة** في المصارف الإسلامية تعني أن المصرف له الحق في بيع السلعة متى اشتراها وامتلكها وحازها ، وضمن هلاكها قبل التسليم ، ويقع عليه تبعة الرد بالعيب الخفي بعد البيع . إنما التأجيل بالمرابحة معناه البحث عن ممول مقابل زيادة ، أي قرض ربوي مقابل التأجيل .

**والوضيعة** لها معنى في بيوع الأمانة في الفقه الإسلامي ، وهي تعتمد على أمانة البائع ، فقد يخشى التاجر على البضاعة أن تتلف أو لسبب ما فيقول : أنا أبيعها وأخسر فيها عشرة في المائة مثلاً ، فهذا يسمى بيع الوضعية أو الحطيطة . والوضعية في البورصة تعني التأجيل لقاء فائدة ربوية .

[1] د. علي أحمد السالوس ، مرجع سابق ، ص 214 .
- د. أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 198 .

[2] د. علي أحمد السالوس ، مرجع سابق ، ص 210 .
- د. سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، 431 .

[3] د. على أحمد السالوس ، مرجع سابق ، ص 210 .
- د. سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 433 .

% ، وأن سعر السهم قد ارتفع في تاريخ التسوية التالية إلى 110 جنيه ، فإنه من الممكن تصوير مركز المضارب على الوجه التالي [1] :

**مركز المضارب**

| تاريخ التعاقد | تاريخ التسوية أو التصفية | الكمية المتعاقد عليها | | السعر | جملة البيع | | البيان |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | شراء | بيع | | المتعين قبضه | المتعين دفعه | |
| 2007/4/1 | 2007/4/15 | 1000 | | 100 | | 100000 | المبلغ المتعاقد عليه |
| | ..... | | 1000 | 90 | 90000 | | بيع للناقل بسعر التصفية |
| | ..... | 1000 | | 90 | | 90000 | شراء إلى التصفية المقبلة |
| | ..... | | | .5 % | | 450 | بدل تأجيل |
| 2007/4/15 | 2007/5/1 | | 1000 | 110 | 110000 | | بيع بعد تحسن مركزه في التصفية التالية |
| | | | | | 200000 | 190450 | |
| | | | | | | 9550 | ربح |

يتبين من مركز المضارب أنه قد تمكن من تحويل خسارته البالغ قدرها 10000 جنيه إلى ربح قدره 9550 جنيه بعد نقل مركزه إلى التصفية التالية .

بعد هذا الإيضاح يصح القول بأن **المضاربة في البورصة** تعني المقامرة ، **والمرابحة في البورصة** تعني قرض ربوي للمشتري المراهن على الصعود ، **والوضيعة في البورصة** تعني قرض ربوي للبائع المراهن على الهبوط [2] .

**موقف الفقه الإسلامي من البيوع الآجلة الباتة القطعية**

البيع الآجل البات بصفته السابقة لا يجوز شرعاً ، ولا تترتب عليه آثاره ، وتأباه نصوص الشريعة وقواعدها [3] . وفيما يلي أدلة هذا الرأي ومسوغاته :

1. لا ينطبق على هذه العمليات أحكام عقد السلم الجائز في الشريعة الإسلامية ، وذلك لأن الثمن لا يدفع في مجلس العقد بل يتأخر تسليمه إلى موعد التصفية ، كذلك لا ينطبق عليها أحكام البيع إلى أجل معلوم ، لعدم تسليم السلعة ( الأسهم ) في الحال [4] .
2. أغلب العمليات الآجلة تجري على المكشوف وقد تبين مما تقدم عدم جواز هذا النوع من البيوع ، لأنها تندرج تحت حكم بيع الشخص ما ليس عنده ، ولوجود علة الربا بها [1] .

---

[1] د. سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 432 ، 433 .
[2] د. علي أحمد السالوس ، مرجع سابق ، ص 210 ، 215 .
[3] د. أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 199 .
- د. عطية فياض ، مرجع سابق ، 340 - 343 .
- د. سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 449 .
- د. أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 431 .
- د. علي أحمد السالوس ، مرجع سابق ، ص 216 .
- قرارات المجمع الفقهي الإسلامي ، رابطة العالم الإسلامي ، مرجع سابق ، ص 134 ، 135 .
[4] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 343 .

3. البيوع الآجلة الباتة يتأجل فيها تسليم المبيع كما يتأجل تسليم الثمن فكانت من قبيل النسيئة بالنسيئة ودخلت بالتالي في معنى الكالئ بالكالئ المنهي عنها شرعاً [2] .
4. البيع الآجل البات لا يهدف في الواقع بيعاً ولا شراءً ، ولا تسليماً ولا تسلماً ، بل المراد المراهنة والقمار على تفاوت الأسعار ، ويدل على ذلك إحصائية أجرتها بورصة نيويورك وكان نتيجتها أن القبض الفعلي لا يكاد يصل إلى اثنين في المائة [3] .
5. بدل التأجيل يمثل زيادة مشروطة على أصل القرض محددة زمناً ومقداراً يدفعها المقترض وهو المضارب للمقرض وهو الممول وهو بهذا المعنى من ربا النسيئة المحرم شرعاً [4] .
6. تخالف هذه العمليات الوظيفة الأساسية للبورصة ، وهي توجيه الأفراد إلى المساهمة في الشركات الحيوية والمنتجة لتحقيق الكسب من عوائدها الحقيقية ، وليس المقامرة على تقلبات أسعار أسهم هذه الشركات [5] .

**الخلاصة** أن البيوع الآجلة الباتة بالصورة التي تتم بها في البورصة فاسدة ولا تصح بأي وجه من الوجوه والله أعلم .

### 3-2-4 البيوع الخيارية الشرطية أو الامتيازات

نتناول بصورة سريعة مفهوم الخيار ( الاختيار ) في الفقه الإسلامي ، والفرق بينه وبين مفهوم الاختيار في البورصة ، لوضع خطوط فاصلة بين المفهومين ، بما يخدم موضوع البحث .

**مفهوم الخيار ( الاختيار ) في الفقه الإسلامي**

عرف الفقه الإسلامي الخيار بأنه عبارة عن حق العاقد في فسخ العقد أو إمضائه لظهور مسوغ شرعي ، أو بمقتضى اتفاق عقدي [6] . وهو طلب خير الأمرين من الإمضاء أو الإلغاء [7] .

**مفهوم الاختيار ( الخيار ) في البورصة**

---

[1] المرجع السابق مباشرة ، ص 307 ، 308 .
- قرارات المجمع الفقهي الإسلامي ، رابطة العالم الإسلامي ، مرجع سابق ، ص 134 .
- قرارات مجمع الفقه الإسلامي ، منظمة المؤتمر الإسلامي ، قرار 65 / 1 / 7 بشأن الأسواق المالية .
- السيد سابق ، فقه السنة ، مرجع سابق ، ج 3 ص 291 .
- د. منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص 148 .

[2] ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ، ج 4 ص 53 ، 54 .
- الشوكاني ، نيل الأوطار ، مرجع سابق ، ج 5 ص 255 .

[3] د. علي أحمد السالوس ، مرجع سابق ، ص 215 .

[4] د. سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 449 .

[5] د. أحمد محيي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 431 .

[6] د. عبد الستار أبو غدة ، أوفوا بالعقود ، مطبوعات مجموعة دلة البركة ، المملكة العربية السعودية ، 1997 ، ص 32 .

[7] السيد سابق ، فقه السنة ، مرجع سابق ، ج 3 ص 268 .

الاختيار حق شراء أو بيع سلعة ( أسهم ) في تاريخ محدد بسعر متفق عليه مسبقاً ، ولا يترتب على مشتري الخيار التزام بيع أو شراء ، وإنما مجرد حق يستطيع أن يمارسه أو يتركه ، ويصبح مشتري الخيار مالكاً له بمجرد دفع قيمته ، ويحق له بيعه وتداوله . وثمن الاختيار ليس جزءاً ، أو دفعة مقدمة من ثمن الأسهم [1] .

**الفرق بين الخيار الشرعي واختيارات البورصة**

بمقارنة مفهوم الخيار في الفقه الإسلامي والاختيار في البورصة نجد أن بينهما فروقاً جوهرية منها:

1. الخيار في الفقه الإسلامي هو مجرد حق للفسخ بمقتضى اتفاق عقدي ، أو بسبب آخر أثبته الشرع ، وهو تابع للبيع نفسه ، وليس حقاً مستقلاً بذاته ، كما أنه ليس له ثمن ولا يجوز بيعه إطلاقاً عند الفقهاء . بينما الاختيار الذي يتعامل به الناس في البورصة عقد مستقل عن عقد البيع ، فهو عقد منفصل يشتري فيه المستثمر حقاً يخوله البيع أو الشراء [2] .
2. محل العقد في الخيار الشرعي موجود متحقق في الأسهم ، بينما المحل في الاختيار في البورصة مجرد حق وليس الأسهم ، لأن لها عقداً آخر هو عقد البيع وليس حقاً ، إضافة إلى ما فيه من أمور مستقبلية [3] .
3. الأغلب أن يبيع الاختيار في البورصة من لا يملك الأسهم التي تكون ملكاً لآخر ، بينما الخيار الشرعي لا يباع ، كما أنه تبع للعقد الذي تم ومتعلق به ، وليس عقداً منفصلاً بذاته [4] .
4. الاختيارات في البورصة يمكن أن تصل إلى سنوات ، بينما في خيار الشرط الشرعي ثلاثة أيام لما روي عن عمر رضي الله عنه أنه قال : ما أجد لكم أوسع مما جعل رسول الله صلى الله عليه وسلم لحبان جعل له الخيار ثلاثة أيام إن رضي أخذ وإن سخط ترك [5] .

ولذلك لا ينبغي الخلط بين الخيار الشرعي والاختيار في البورصة فالأمران مختلفان من حيث الشكل والمضمون والقصد [6] .

**البيوع الخيارية الشرطية**

---

[1] د. محمد علي القري ، الأسهم ـ الاختيارات ـ المستقبليات ، بحث بمجلة مجمع الفقه الإسلامي ، منظمة المؤتمر الإسلامي ، جدة ، 1992 ، ع 7 ج 2 ص 211 .

[2] د. عبد الستار أبو غدة ، الاختيارات في الأسواق المالية ، بحث بمجلة مجمع الفقه الإسلامي ، منظمة المؤتمر الإسلامي ، جدة ، 1992 ، ع 7 ج 1 ص 332 ، 333 .

[3] د. علي محيي الدين القرة داغي ، مرجع سابق ، ع 7 ج 1 ص 181 .

[4] د. محمد علي القري ، مرجع سابق ، ع 7 ج1 ص 212 .

[5] ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ، ج 3 ص 586 .
ـ السيد سابق ، فقه السنة ، مرجع سابق ،ج 3 ص 269 .

[6] د. علي محيي الدين القرة داغي ، مرجع سابق ، ع 7 ج 1 ص 181 .

هي فرع من البيوع الآجلة ، وتوافق العمليات الآجلة الباتة تماماً ، إلا أن تنفيذها يتوقف على شرط أو امتياز يتفق ومصلحة أحد المتعاقدين ، ويراد بهذا الشرط إما تحديد قيمة الخسارة على أحدهما بدفعه مبلغاً معيناً يطلق عليه " تعويض " ، وإما زيادة أرباحه إذا جاءت تقلبات الأسعار بما يوافق مصلحته [1] . وهي من الأدوات المالية المثيرة التي قدمها الفكر الرأسمالي الغربي لمن يبتغي التعامل في هذه البورصات من عاشقي المضاربة وبائعي المخاطرة ، ومن يبيعون على المكشوف وليس لديهم ما يبيعونه ، ومن يشترون بلا مال يبذلونه [2] .

**أنواع العمليات الخيارية الشرطية**

تنقسم العمليات الخيارية الشرطية إلى ثلاث عمليات بسيطة ومركبة ومضاعفة [3] .

**1. العمليات الشرطية البسيطة**

هي التي يكون فيها لأحد المتعاقدين الحق في فسخ العقد في موعد التصفية أو قبل حلوله إذا كان تقلب الأسعار في غير صالحه ، أو تنفيذ العملية إذا جاءت الأسعار في صالحه ، وذلك في مقابل مبلغ معين يدفع مقدماً ولا يرد للمضارب يعرف بالتعويض ، والغرض منه أنه يحصر المضارب خسارته منذ البدء في هذا المبلغ سواء كان شارياً أو بائعاً [4] .

وينقسم هذا النوع من الخيار إلى قسمين [5] :

أ ـ عقد امتياز شراء .

ب ـ عقد امتياز بيع .

**2. العمليات الشرطية المركبة أو خيار الانتقاء**

وهي عمليات تعطي المضارب الحق في أن يعتبر نفسه بائعاً أو مشترياً ، أو يفسخ العقد حسب ما يرى أنه يحقق أكبر قدر من المكاسب له ، مقابل تعويض يدفع مقدماً ، يكون في العادة ضعف التعويض في العمليات البسيطة [6] .

وينقسم هذا النوع من الخيار إلى قسمين [7] :

أ ـ عقد خيار أو امتياز مزدوج يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع .

ب ـ عقد خيار أو امتياز مزدوج لا يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع .

---

[1] د. سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 451 - 453 .
ـ د. عطية فياض ، مرجع سابق ، 344 .
[2] د. سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 451 .
[3] د. أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 207 - 215 .
ـ د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 344 - 349 .
ـ د. سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 452 .
[4] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 344 .
ـ د. علي أحمد السالوس ، مرجع سابق ، ص 211 .
[5] د. سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 455 .
[6] د. أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 208 .
[7] د. سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 456 .
ـ د. أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 208 .

### 3. العمليات المضاعفة

وهي عمليات تمنح المضارب الحق في مضاعفة الكمية التي اشتراها أو باعها وذلك بسعر يوم التعاقد إذا رأى أن التصفية في صالحه ، وفي مقابل ذلك يدفع تعويضاً مناسباً يتفق عليه ولا يرد إلى دافعه ، وتختلف قيمة التعويض باختلاف الكمية المراد زيادتها [1] .

وينقسم هذا النوع من الخيار إلى قسمين [2] :

أ ـ عقد امتياز بيع مقترن بحق مضاعفة الكمية .

ب ـ عقد امتياز شراء مقترن بحق مضاعفة الكمية .

والباحث يرى أنه من المفيد قبل بيان موقف الفقه الإسلامي من العمليات الخيارية الشرطية ، استعراض عقود الامتياز المتفرعة منها ، ومناقشة الشروط المقترنة بها ، ليكون الحكم الفقهي معبراً أيضاً عن الصورة الفعلية لتنفيذ عقود هذه العمليات وشروطها.

**عقود الامتياز المتفرعة من العمليات الخيارية الشرطية**

### 1. عقد امتياز أو خيار الشراء

خيار الشراء عقد قابل للتداول ، يمنح مقابل دفع مبلغ معين ، يعطي مشتريه حق شراء عدد معين من أسهم شركة ما ، لفترة زمنية معينة ، وبسعر معين [3] .

ويعتمد مبلغ الغرامة هذا على عرض وطلب الأسهم موضوع الصفقة ، إلا أنه يتراوح عادة بين 10 - 15 % من القيمة السوقية للأسهم .

**مثال :** قيام مستثمر بشراء " خيار شراء " لـ 100 سهم من شركة ما بسعر 5 جنيهات للسهم لمدة 90 يوماً ، وهذا العقد يعطي المستثمر الحق في شراء هذه الكمية من الأسهم بنفس السعر من يوم التعاقد وحتى 90 يوماً ، فإذا لم يمارس هذا الحق خلال هذه المدة سقط حقه في الشراء .

وبالطبع فإن المستثمر يتخذ قراره بالشراء أو عدمه بناء على تطور أسعار الأسهم . فإذا ما صدقت توقعاته فسيقوم بالشراء للبيع بأسعار أعلى ، وإذا لم تصدق توقعاته ، فسوف يمتنع عن الشراء ويحصر خسارته في مبلغ الغرامة وهو المبلغ الذي اشترى به الخيار [4] ، ويستخدم امتياز الشراء من جانب أولئك الذين يضاربون على الصعود ، ولتغطية عمليات البيع على المكشوف [5] .

### 2. عقد امتياز أو خيار البيع

---

[1] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 349 .

[2] د. سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 456 .

[3] المرجع السابق مباشرة ، ص 456 .

ـ د. محمد علي القري ، مرجع سابق ، ع 7 ج 1 ص 211 .

[4] د. أحمد محيي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 439 .

[5] د. سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 457 ، 458 .

خيار البيع عقد قابل للتداول ، يمنح مقابل دفع مبلغ معين ، يعطي مشتريه حق أن يبيع أو يسلم لبائعه عدداً معيناً من أسهم شركة ما ، في تاريخ معين ، وبسعر محدد في العقد [1] . وهو عملية عكسية لخيار الشراء ، والهدف منه أن يحمي المستثمر نفسه من مخاطر انخفاض في القمة السوقية للأسهم التي يملكها [2] .

**3. عقد امتياز مركب أو مزدوج لا يتغير فيه سعر الشراء عن البيع**

وهو أحد أشكال عقود الامتيازات التي تخول لحاملها الحق في أن يشتري من أو أن يبيع إلى بائع الامتياز عدداً معيناً من الأسهم المسماة في العقد بسعر معين خلال فترة العقد [3] .

**4. عقد امتياز مركب أو مزدوج يتغير فيه سعر الشراء عن البيع**

هذا العقد كسابقه ويختلف عنه في أنه يحدد سعراً للبيع وسعراً آخر للشراء ، وسعر الشراء غالباً ما يكون أعلى من سعر البيع .

**مثال :** عقد اشترط فيه أن يكون لحامل الامتياز حق شراء سهم معين بسعر 50 جنيه أو أن يبيعها بسعر 45 جنيه خلال فترة العقد لبائع الامتياز .

فلو فرض وارتفع السعر خلال فترة التعاقد إلى 54 جنيه فإن حامل الامتياز " مشتريه " يكسب 4 جنيه عن كل سهم ، أما إذا انخفض السعر إلى 42 جنيه فإنه يكسب أيضاً 3 جنيه عن كل سهم ، أما إذا جاء السعر بين سعري البيع والشراء 47 جنيه مثلاً فإن اتخذ المتعامل موقف البائع يخسر 2 جنيه عن كل سهم يربحهم بائع الخيار ، وإن اتخذ المتعامل موقف المشتري يخسر 3 جنيه عن كل سهم يربحهم بائع الخيار .

ويعني هذا أنه في ظل سوق هادئة يتقلب فيها سعر السوق بين سعري الشراء والبيع فإن صفقة بائع الخيار هي الرابحة ، وفي ظل سوق تتقلب فيه الأسعار بصورة كبيرة عن سعري الشراء والبيع تكون صفقة مشتري الخيار هي الرابحة [4] .

**5. عقد امتياز شراء مقترن بحق مضاعفة الكمية**

يخول هذا العقد لحامله أن يضاعف كمية الأسهم التي اشتراها بسعر يوم التعاقد إذا رأى أن التصفية في صالحه خلال فترة العقد ، ونظراً لتعاظم المخاطرة التي يتعرض لها بائع الامتياز فإنه يتقاضى ضعف ثمن الامتياز العادي .

---

[1] المرجع السابق مباشرة ، ص 459 .
- د. محمد علي القري ، مرجع سابق ، ع 7 ج 1 ص 211 .
[2] د. منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص 59 .
[3] د. سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 462 .
[4] د. أحمد محيي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 440 ، 441 .

ويعتبر الشراء باتاً في الكمية الأساسية محل الصفقة واختيارياً بالنسبة للكميات الزائدة ، وتكون أسعار الأسهم المشتراة بخيار الزيادة أعلى من أسعارها في السوق الباتة [1] .

وهذه العملية تتضمن تنفيذاً للصفقة المتفق عليها سواء جاءت الأسعار في صالح المشتري أم لا ، ثم الحق في زيادة الصفقة إذا جاءت الأسعار في صالحه مقابل التعويض الذي يدفعه ، ولا يرد التعويض إلى من دفعه سواء نفذ الصفقة أم لا [2] .

**6. عقد امتياز بيع مقترن بحق مضاعفة الكمية**

هذا العقد يعطي لحامله الحق في أن يضاعف كمية الأسهم التي باعها بسعر يوم التعاقد إذا رأى أن التصفية في صالحه خلال فترة العقد ، مقابل تعويض مناسب لبائع الامتياز ، وهو عملية عكسية لعقد امتياز الشراء المقترن بحق مضاعفة الكمية .

**أ ـ مناقشة خيار الشرط في عقد الامتياز**

خيار الشرط في البورصة مخالف لمفهوم الخيار في الفقه الإسلامي كما بينا من قبل [3]. وخيار الشرط يتعارض أيضاً مع قصد الشارع من إباحته ، فالخيار لم يشرع لكي يرى المستفيد منه هل تطور الأسعار في صالحه فينفذ الصفقة أم لا يكون في صالحه فيفسخ العقد ، كما أن خيار الشرط لم يشرع من أجل أن يقرر المستفيد منه هل هو بائع أم مشتر ، أو أن يطلب المشتري أو البائع مضاعفة كمية الأسهم إذا رأى أن ذلك يحقق له مكاسب أكثر [4] .

**ب ـ مناقشة شرط التعويض ( ثمن الامتياز )**

1. خيار الشرط في الفقه الإسلامي يعطي لكلا المتعاقدين دون مقابل ، ولكن في عمليات البورصة الخيار يكون في مقابل دفع مبلغ على سبيل التعويض ، والمفروض أن التعويض يدفع عند فسخ العقد ووقوع ضرر على أحد الطرفين ، أما دفعه مقدماً ودون أن يقابله عوض أو يربط بضرر فعلي محقق ، فهو من باب أكل أموال الناس بالباطل [5] .
2. أما من اعتبر التعويض ( ثمن الامتياز ) الذي يدفع مقابل شرط الفسخ كبيع العربون ، فالقياس غير صحيح لأن العربون إذا تمت الصفقة يكون جزءاً من الثمن وإذا لم تتم يكون تعويضاً للبائع ، أما المبلغ الذي يدفعه المضارب مقابل شرط الفسخ فليس جزءاً من الثمن ولا يرد إلى صاحبه على أية حال حتى لو نفذ الصفقة ، وهو من باب أكل أموال الناس بالباطل [6] . ثم أن

---

[1] د. سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 464 .
ـ د. أحمد محيي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 440 .
[2] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 349 .
[3] انظر ص 133 من هذا البحث .
[4] د. أحمد محيي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 444 ، 445 .
[5] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 347 .
[6] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 346 .

بيع العربون يكون بالنسبة للمشتري ، وليس في الفقه الإسلامي بيع عربون فيه خيار للبائع ، لهذا لا وجه لقياس ثمن الامتياز على بيع العربون [1] .

3. حصول أحد العاقدين على مال بغير عوض مقابل جعل الخيار للطرف الآخر يمثل مصلحة زائدة عن العقد فيها شبهة الربا واضحة باعتبار الربا زيادة مال بلا مقابل في معاوضة مال بمال [2] .

**جـ ـ مناقشة خيار الانتقاء**

1. خيار الانتقاء شرط ينافي مقتضى العقد ، لأن مقتضاه وجود بائع ومشتري ، لا وجود من هو متردد بين أن يكون مشترياً أو بائعاً [3] .
2. لا يجوز خيار الانتقاء الذي لا يتغير فيه السعر ، لأن فيه غرراً فاحشاً " إذ لا غرر أكثر من أن لا يدري المتعاقد حين العقد أهو بائع أم مشتري ، وهو خيار قائم على المقامرة ، وإن كان خيار الانتقاء يتغير فيه السعر ففضلاً عن المقامرة والجهالة إلا أن عدم تحديد السعر يزيدها خروجاً على الشرعية [4] .

**د ـ مناقشة خيار مضاعفة الكمية**

خيار مضاعفة الكمية من الخيارات المفسدة للعقد ، لاشتراط أحد العاقدين على صاحبه عقداً آخر ، واشتراط هذا الشرط يبطل البيع وهو من قبيل البيعتان في بيعة المنهي عنه ، ولا يخفى أن البيع مع خيار الزيادة هو اشتراط لعقد جديد يتناول الكميات الزائدة عن عقد البيع الأصلي [5] .

**موقف الفقه الإسلامي من البيوع الخيارية الشرطية**

بعد العرض المتقدم لأنواع البيوع الخيارية الشرطية وشرح طرق تنفيذ عقود الامتياز المتفرعة منها ، ومناقشة شروط هذه العقود ، نستطيع بيان الموقف الفقهي من هذه العمليات .

فالعمليات أو البيوع أو العقود الآجلة الخيارية الشرطية ( الامتيازات ) ، فرع من البيوع الآجلة الباتة وتتوافق معها تماماً وتزيد عليها بهذه الشروط ، وقد سبق بيان موقف الفقه الإسلامي من البيوع الآجلة الباتة بالأدلة والمسوغات ، وثبت أنها فاسدة ولاتصح بأي وجه من الوجوه [6].

والباحث يرى أن الحكم الفقهي الخاص بالعمليات الآجلة الباتة ينطبق على العمليات الخيارية الشرطية لنفس الأسباب والأدلة ، بالإضافة إلى أن الشروط الملحقة بالعقود المتفرعة منها عند مناقشتها تبين أنها من الشروط المفسدة للعقود ، لتعارضها مع مقاصد الشريعة في المعاملات المالية ، لاشتمالها

---

[1] د. الصديق محمد الأمين الضرير ، الاختيارات ، بحث بمجلة مجمع الفقه الإسلامي ، منظمة المؤتمر الإسلامي ، جدة ، 1992 ، ع 7 ج 2 ص 264 .

[2] د. سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 484 .

[3] د. أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 215 .

[4] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 347 ، 348 .
ـ د. أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 215 .

[5] د. أحمد محيي الدين أحمد ، مرجع سابق ، 446 .

[6] انظر ص 131 ، 132 من هذا البحث .

علـى الغـرر ، والجهالـة ، والمقـامرة ، وأكـل أمـوال النـاس بالباطـل ، وشـبهة الربـا فيهـا واضـحة .
**الخلاصة** أن العمليات الخيارية الشرطية وعقود الامتيازات المتفرعة منها بشروطها المختلفة فاسدة ولا يترتب عليها آثارها ، وتأباها نصوص الشريعة الإسلامية ولا تصح بأي وجه من الوجوه . والله أعلم .

**الاختيارات على المؤشر**

من المعلوم أن المؤشر رقم حسابي يحسب بطريقة إحصائية خاصة ، ويقصد منه معرفة مقدار التغير في حجم التداول ، وأسعار التعامل في سوق معينة [1] . ويتغير المؤشر آنياً في كل لحظة مع تغير أسعار الأسهم في البورصة صعوداً وهبوطاً ، وتوجد في البورصات العالمية مؤشرات عديدة منها مؤشر داوجونز ، واستاندرد آند بور في الولايات المتحدة الأمريكية ، ومؤشر نيكاي في اليابان ، ومؤشر داكس في ألمانيا ، وغيرها الكثير في مختلف بلدان العالم .

ويتم التعاقد على عقود معينة من المؤشر بيعاً وشراءً ( كل عقد يساوي مثلاً 1000 وحدة من المؤشر ) وكأنه سلعة فلو ارتفع المؤشر ربح من قامر على ارتفاعه ، وخسر من قامر على انخفاضه ، وعلى العكس من ذلك لو انخفض المؤشر ربح من قامر على انخفاضه ، وخسر من قامر على ارتفاعه . ولا يعني شراء المؤشر أو بيعه شراءً أو بيعاً للأسهم المعتبرة في حسابه ، وكما توجد عمليات اختيارية على الأسهم توجد كذلك عمليات اختيارية على المؤشرات [2] .

**موقف الفقه الإسلامي من التعامل بالمؤشر**

لا يجوز بيع وشراء المؤشر لأنه مقامرة بحتة ، وهو بيع شيء خيالي ، لا يمكن وجوده [3] . وحكم هذا النوع واضح من حيث الحرمة ، فقد حرم الله تعالى بنصوص قطعية الميسر " القمار " ، وأكل أموال الناس بالباطل [4] .

---

[1] د. وهبة الزحيلي ، مرجع سابق ، ص 513 .
[2] د. محمد علي القري ، مرجع سابق ، ع 7 ج 1 ص 217 .
- د. علي محيي الدين القرة داغي ، مرجع سابق ، ع 7 ج 1 ص 177 .
[3] د. وهبة الزحيلي ، مرجع سابق ، ص 513 .
- قرارات مجمع الفقه الإسلامي ، منظمة المؤتمر الإسلامي ، قرار 65 / 1 / 7 بشأن الأسواق المالية .
[4] د. علي محيي الدين القرة داغي ، مرجع سابق ، ع 7 ج 1 ص 178 .

## المبحث الثالث

## المضاربة الشرعية

## وحقيقة المضاربة في البورصة

نتطرق في هذا المبحث لتعريف المضاربة الشرعية وأركانها وشروطها ، مع بيان حكم المضاربة الشرعية بالأسهم . ثم ننتقل إلى تعريف ما يسمى بالمضاربة في البورصة ، وعلاقتها بمفاهيم الاستثمار ، والمزايدة ، والمخاطرة ، والمقامرة ، ونختم ببيان الموقف الفقهي من مضاربة البورصة . وذلك من خلال :

**1-3-4 المضاربة الشرعية وأركانها وشروطها وحكم المضاربة بالأسهم .**

**2-3-4 حقيقة مضاربة البورصة .**

### 1-3-4 المضاربة الشرعية وأركانها وشروطها

المضاربة عقد من عقود الاستثمار . يقوم في جوهره على التأليف بين المال وبين العمل في تكامل اقتصادي يحقق مصلحة الملاك والعمال على حد سواء [1] .

**تعريف المضاربة الشرعية**

المضاربة مأخوذة من الضرب في الأرض وهو السفر للتجارة ، يقول الله سبحانه : " **وَآخَرُونَ يَضْرِبُونَ فِي الأَرْضِ يَبْتَغُونَ مِن فَضْلِ اللَّهِ** " [2] .

وتسمى قراضاً وهو مشتق من القرض وهو القطع لأن المالك قطع قطعة من ماله ليتجر فيها وقطعة من ربحه . والمقصود بها عقد بين طرفين على أن يدفع أحدهما نقداً إلى الآخر ليتجر فيه ، على أن يكون الربح بينهما حسب ما يتفقان عليه [3] ، والخسارة على صاحب المال [4] .

**مشروعية المضاربة**

المضاربة جائزة بالسنة والإجماع . وقد ضارب رسول الله صلى الله عليه وسلم لخديجة رضي الله عنها بمالها وسافر به إلى الشام قبل البعثة ، وقد كان معمولاً بها في الجاهلية ، ولما جاء الإسلام أقرها [5] .

**حكمتها**

لقد شرعها الإسلام وأباحها تيسيراً على الناس . فقد يكون مالك المال غير قادر على استثماره . فأجاز الشارع هذه المعاملة ليتحقق تعاون المال والعمل وينتفع كل واحد منهما من الآخر [6] .

**أركان المضاربة الشرعية وما يتعلق بها من شروط**

للمضاربة خمسة أركان عاقدان ، ومال ، وعمل ، وربح ، وصيغة ولكل ركن من هذه الأركان شروط لابد من تحققها وإلا لم تصح المضاربة [7] .

**1. العاقدان**

العاقدان في المضاربة هما : رب المال من ناحية والعامل أو المضارب من ناحية أخرى [8] .

ويشترط فيهما بصفة عامة ما يشترط في الموكل والوكيل من كونهما مالكين لأهلية التصرف بأنفسهم فيما يوكلون فيه [1] .

---

[1] د. محمد صلاح محمد الصاوي ، مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية وكيف عالجها الإسلام ، دار الوفاء ، المنصورة ، ط 1 ، 1990 ، ص 21 .

[2] سورة المزمل ، الآية 20 .

[3] ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ، ج 5 ص 26 .
ـ السيد سابق ، فقه السنة ، مرجع سابق ، ج 3 ص 327 .

[4] ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ، ج 5 ص 38 .
ـ الجزيري ، الفقه على المذاهب الأربعة ، مرجع سابق ، ص 638 .
ـ أحمد محيي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 475 .

[5] ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ، ج 5 ص 26 .
ـ السيد سابق ، فقه السنة ، مرجع سابق ، ج 3 ص 327 .

[6] المرجع السابق مباشرة ، ج 3 ص 328 .

[7] د. محمد صلاح محمد الصاوي ، مرجع سابق ، ص 29 .

[8] السيد سابق ، فقه السنة ، مرجع سابق ، ج 3 ص 331 .
ـ الجزيري ، الفقه على المذاهب الأربعة ، مرجع سابق ، ص 638 .

**2. المال**

المال هو الركن الثاني من أركان المضاربة وقد اشترط الفقهاء له عدة شروط نوجزها فيما يلي :

أ ـ أن يكون رأس المال نقداً فإن كان حلياً أو عروضاً فإنها لا تصح [2] .

ب ـ أن يكون المال عيناً لا ديناً وهو قول أكثر أهل العلم ، قال ابن المنذر : أجمع كل من نحفظ عنه من أهل العلم أنه لا يجوز أن يجعل الرجل ديناً له على رجل مضاربه [3] .

جـ ـ أن يكون رأس المال معلوم المقدار فإن كان مجهولاً فلم تصح المضاربة ، لأن جهالة رأس المال تؤدي إلى جهالة الربح ، ولأنه يفضي إلى المنازعة والاختلاف [4] .

د ـ تسلم رأس المال للمضارب بحيث يتصرف فيه وحده ، فلو شرط كون المال في يد المالك أو غيره ليوفي منه ثمن ما اشتراه العامل ، أو شرط مراجعته في التصرف لم تصح [5] .

**3. العمل**

العمل أحد أركان المضاربة ولابد من أن تتوفر فيه الشروط الآتية :

أ ـ أن يكون في مجال التجارة كما جاء في تعريف المضاربة بأنها عقد بين طرفين على أن يدفع أحدهما نقداً إلى الآخر ليتجر فيه [6] .

ب ـ أن تكون المضاربة مطلقة فلا يقيد رب المال العامل بالاتجار مع رجل بعينه أو سلعة بعينها أو مالا يعم وجوده ، لأنه تقييد يمنع مقصود المضاربة وهو التقليب وطلب الربح . فلابد من عدم اشتراطه وإلا فسدت المضاربة [7] .

**4. الربح**

الربح ركن من أركان المضاربة ولكي يصح عقدها يشترط :

أ ـ أن يكون الربح بين العامل وصاحب المال معلوماً بالنسبة كالنصف والثلث والربع ، لأن النبي صلى الله عليه وسلم عامل أهل خيبر بشرط ما يخرج منها . وقال ابن المنذر أجمع كل من نحفظ عنه على إبطال القراض إذا جعل أحدهما أو كلاهما لنفسه دراهم معلومة [8] .

---

[1] السيد سابق ، فقه السنة ، مرجع سابق ، ج 3 ص 344 ، 345 .
[2] المرجع السابق مباشرة ، ج 3 ص 329 .
[3] ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ، ج 5 ص 73 .
[4] المرجع السابق مباشرة، ج 5 ص 75 .
[5] الجزيري ، الفقه على المذاهب الأربعة ، مرجع سابق ، ص 639 - 643 .
[6] ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ، ج 5 ص 26 ، 27 .
ـ السيد سابق ، فقه السنة ، مرجع سابق ، ج 3 ص 327 .
ـ الجزيري ، الفقه على المذاهب الأربعة ، مرجع سابق ، ص 638 .
[7] ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ، ج 5 ص 69 .
ـ السيد سابق ، فقه السنة ، مرجع سابق ، ج 3 ص 329 .
[8] المرجع السابق مباشرة ، ج 3 ص 329 .

ب ـ يشترط حضور رب المال عند قسمة الربح قال ابن رشد : " أجمع علماء الأمصار على أنه لا يجوز للعامل أن يأخذ نصيبه من الربح إلا بحضرة رب المال ، وأن حضور رب المال شرط قسمة المال وأخذ العامل حصته ، وأنه ليس يكفي في ذلك أن يقسمه في حضور بينه أو غيرها " انتهى [1] .

**5. الصيغة**

ينعقد هذا العقد بلفظ القراض بتسمية أهل الحجاز ، وبلفظ المضاربة بتسمية أهل العراق ، وبكل لفظ يؤدي معناه لأن المقصود من العقود هو حقائقها ومعانيها فجاز بكل ما يدل عليه [2] .

**حكم المضاربة الشرعية بالأسهم**

يقول الدكتور / أحمد بن محمد الخليل أنه لم يجد أحداً كتب في هذه المسألة ، وعلى ضوء تعريف المضاربة الشرعية يرى أن المضاربة بالأسهم تكون على نوعين :

**أولاً :** باعتبار أن الأسهم بذاتها عروض تجارة بغض النظر عما تمثله من أصول وموجودات الشركة فحينئذ يصح أن يضارب العامل فيها لرب المال وهو مالك الأسهم فيأخذ العامل هذه الأسهم ويبيع ويشتري بها بقصد الربح فإذا ربحت أخذ كل من العامل ورب المال نصيبه حسب ما اتفقا عليه ، وذلك باعتبار أن الصحيح جواز المضاربة بالعروض وأنه لا يشترط أن يكون رأس المال من النقد .

**ثانياً :** باعتبار الأسهم تمثل نصيباً أو حصة شائعة من أصول وموجودات الشركة وهي بهذا الاعتبار تتعارض مع بعض الشروط المتقدمة للمضاربة الشرعية ، على التفصيل التالي :

1. تتعارض مع شرط كون رأس المال نقداً وليس عروض تجارة .
2. تتعارض مع شرط تسليم رأس المال إلى العامل ، لأنه في شركات المساهمة لا يمكن لمالك الأسهم أن يسلم ما تمثله هذه الأسهم من موجودات الشركة إلى العامل .
3. من شروط المضاربة أن يكون رأس المال معيناً وهذا الشرط يتعارض مع الأسهم في شركات المساهمة لأنها تمثل نصيباً معلوماً، ولكنه غير معين بل مشاع من موجودات الشركة وعليه لا تصح المضاربة على هذا الاعتبار لافتقاد شروط الصحة .

وباعتبار أن السهم يمثل شيئين في وقت واحد : **الأول** أنه من عروض التجارة . **والثاني** أنه يمثل نصيب المساهم من موجودات الشركة .

فلابد أن تصح المضاربة بالأسهم بالاعتبارين جميعاً ، وإلا كانت غير صحيحة ، ولما تبين أن المساهمة بالأسهم لا تصح بالاعتبار الثاني خلص إلى عدم صحة المضاربة بأسهم شركات المساهمة مطلقاً [3] .

---

[1] السيد سابق ، فقه السنة ، مرجع سابق ، ج 3 ص 332 .
[2] ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ، ج 5 ص 26 ، 27 .
[3] د. أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 255 ، 256 .

والباحث يتفق مع ما انتهى إليه رأي الدكتور / أحمد بن محمد الخليل من عدم صحة المضاربة بأسهم شركات المساهمة مطلقاً ، ويختلف معه فيما توصل إليه من رأي بشأن صحة المضاربة بالأسهم باعتبارها عروض تجارة بذاتها بغض النظر عما تمثله من أصول وموجودات الشركة .

ذلك لأن العروض جمع عرض وهو غير الأثمان من المال وهو ما يعد للبيع والشراء بقصد الربح[1]. والإعداد للتجارة يتضمن عنصرين : عملاً ونية . فالعمل هو البيع والشراء ، والنية هي قصد الربح . فلا يكفي في التجارة مجرد النية والرغبة في الربح دون ممارسة التجارة بالفعل ، ولا يكفي ممارسة التجارة بغير النية والقصد [2] .

والأسهم تختلف عن ذلك تماماً فهي تمثل حصص في أصول وموجودات الشركات ، وهذه الأصول والموجودات لم تعدها الشركات المصدرة للأسهم في الأصل للبيع لأجل الربح ، ولكن أعدت للاستغلال والإنتاج لتحقيق الربح .

وهناك فرق بين ما يتخذ من المال للاستغلال وما يتخذ للتجارة فما اتخذ للتجارة يحصل الربح فيه عن طريق تحول عينة من يد إلى يد ، أما ما اتخذ للاستغلال فتبقى عينة وتتجدد منفعته [3] .

الخلاصة أنه لا يصح المضاربة بالأسهم باعتبارها عروض تجارة ، لافتقاد عنصر نية الإعداد للتجارة لدى المكتتبين لأنهم اكتتبوا في أسهم شركات لها عقد تأسيس موضح به الغرض من الشركة . هذا فيما يظهر لي والله تعالى أعلم .

### 2-3-4 حقيقة مضاربة البورصة

تأتي أهمية هذا الجزء من البحث نتيجة لتعاظم عمليات البورصة المسماة بالمضاربة على عمليات الاستثمار حتى أصبحت أهم الخصائص المميزة للنشاط والتعامل في البورصة [4] ، وللدرجة التي أصبح غالب عمليات البورصة ( الثلثين ) هو ما يسمى بالمضاربة ( المراهنة ) [5] ، ووصل حجم المعاملات التي تتم على المكشوف ( أي بيع أسهم لا يملكها بائعها وليس بوسعه تسليمها ) في الأسواق الغربية وخاصة الأمريكية إلى 75 % من إجمالي حجم المعاملات في الأسواق ، وهي ظاهرة يجب لفت الأنظار إلى حقيقتها ، خاصة بعدما ذهب بعض المقلدين للفكر الغربي في بلداننا النامية إلى القول بأن البيع على المكشوف يعد شرطاً أساسياً من شروط قيام بورصة دائمة ومستمرة [6] .

---

[1] السيد سابق ، فقه السنة ، مرجع سابق ، ج 1 ص 414 .
[2] د. يوسف القرضاوي ، مرجع سابق ، ج 1 ص 334 .
[3] المرجع السابق مباشرة ، ج 1 ص 458 .
[4] د. أحمد محيي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 475 .
[5] د. رفيق يونس المصري ، مرجع سابق ، ص 295 .
[6] د. سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 92 ، 117 .

**تعريف مضاربة البورصة**

لا يوجد تعريف محدد لمضاربة البورصة ، فبينما يعرفها البعض بأنها انتهاز فرصة التحركات القصيرة الأجل في سعر أحد الأسهم أو في السوق ، لشراء أو بيع هذه الأسهم لتحقيق أرباح [1] .

عرفها آخر بأنها بيع أو شراء صوريين لا بغرض الاستثمار ولكن للاستفادة من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية في الأجل القصير جداً ، حيث ينخفض بشدة معدل الارتباط بين القيمة السوقية للأوراق المالية من ناحية وبين القيمة الاسمية والدفترية ( الحقيقية ) من ناحية أخرى [2] .

وعرفت بأنها " المراهنة على ارتفاع الأسعار وهبوطها ، للاستفادة من فروق الأسعار دون تقابض ، فلا البائع يسلم ما باعه ولا المشتري يتسلم ما اشتراه . وتجرى العمليات عن طريق المناداة . وتقيد الأسعار بصورة ظاهرة في لوحات معروضة للجمهور " [3] .

ويتضح من هذه التعريفات ما يلي :

1. ليس هناك نية للتمليك والتملك وتنحصر العملية في دفع أو قبض فروقات الأسعار بين يوم العقد ويوم التصفية ، أو بين لحظة الشراء ولحظة البيع أو العكس .
2. انخفاض معدل الارتباط بين القيمة السوقية للأسهم وقيمتها الدفترية ( الحقيقية ) ، وهذا يعني أن أسعار الأسهم في البورصة تتحرك في اتجاه منفصل عن إنتاجية وربحية ونمو أصول الشركات المصدرة للأسهم [4] .
3. المراهنة على ارتفاع الأسعار وهبوطها يجعلها أشبه بكازينوهات القمار [5] . بل إن المستثمرين المستثمرين في الأسهم ذات الأجل القصير جداً الذي يصل في بعض الأحيان إلى المتاجرة في الأسهم في اليوم نفسه بيعاً وشراءً ، هم المحترفون والمقامرون [6] .
4. ما يسمى بالمضاربة في البورصة لا تمثل أي قيمة اقتصادية للمجتمع لأن البعض يربح ما يخسره البعض الآخر [7] ، ليس هذا فحسب بل أنها تؤدي إلى عدم الاستقرار وتقلب الأسواق ، كما تؤدي إلى تركيز الأموال في أيدي قلة من كبار المقامرين المحترفين الذين يتلاعبون بالأسعار [8] .

---

[1] د. منى قاسم ، مرجع سابق ، ص 18 ، 19 .
[2] د. أحمد محيي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 484 ، 485 .
[3] د. رفيق يونس المصري ، مرجع سابق ، ص 295 .
[4] د. أحمد محيي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 485 .
[5] د. رفيق يونس المصري ، مرجع سابق ، ص 295 .
[6] د. منى قاسم ، مرجع سابق ، ص 19 .
[7] د. رفيق يونس المصري ، مرجع سابق ، ص 295 .
[8] د. سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 166 ، 167 .

**علاقة مضاربة البورصة بالمضاربة الشرعية**

من التعريفات والإيضاحات السابقة يتبين أن ما يسمى بالمضاربة في البورصة تختلف كل الاختلاف عن المضاربة الشرعية بأركانها وشروطها . غير أن القائمين على شئون البورصات من أصحاب الفكر الاقتصادي المعاصر المتأثريين بالفكر الغربي ، استخدموا كلمة المضاربة بمدلولها الشرعي ، ليوهموا المتعاملين في البورصة بشرعية العمليات التي تتم فيها ، والتي وصفها علماء استثمار ومتخصصون غربيون في شئون البورصة بأنها قمار وتلاعب بالأسعار [1] ، وأنها شر مستطير [2] .

فإذا كان الأمر كذلك ولا وجه للشبه بين المضاربة الشرعية ومضاربة البورصة ، فما علاقة مضاربة البورصة بمفاهيم الاستثمار والمزايدة والمخاطرة والمقامرة ، حتى يمكننا الحكم عليها من الناحية الفقهية .

**أولاً : مضاربة البورصة والاستثمار**

البورصة بطبيعتها يوجد فيها المستثمر والمضارب ولكل منهما دوافعه الذاتية في التعامل ، فالمستثمر يرى أنها مكان مناسب لاستثمار أمواله والحصول على الأرباح في المدة الطويلة . أما المضارب فإنه لا يهدف إلى الاستثمار أساساً وإنما يوظف أمواله في شراء الأوراق المالية عندما تنخفض أسعارها وبيعها عند ارتفاعها ، وفي أقرب فرصة [3].

ورغم هذا التباين في الدوافع الذاتية لكل من المستثمر والمضارب والذي يعتبر حداً فاصلاً للتفريق بين الاستثمار ومضاربة البورصة ، إلا أن هناك اعتبارات أخرى توضح مدى الاختلاف بين مفهوم الاستثمار ومضاربة البورصة ، وهذه الاعتبارات هي :

1. **العوائد المتوقعة**

بينما يهتم المستثمر بالعائد السنوي والتراكمات الرأسمالية للأصول ، يهتم المضارب بتحقيق الربح عن تحركات السعر السوقي للأسهم . إضافة إلى أن العوائد المتحققة من الاستثمار تمتاز بالدورية والثبات النسبي وعدم تضخمها ، أما عوائد المضاربة فهي غير منتظمة ومتذبذبة وأعلى من عوائد الاستثمار [4] .

2. **درجة المخاطرة**

يطلق لفظ الاستثمار على الأنشطة التي تقل فيها درجة المخاطرة ، بينما يطلق اسم المضاربة على الأنشطة التي تزيد فيها درجة المخاطرة [5] . فالخسائر التي قد يصاب بها المستثمر غالباً ما تكون

[1] د. سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 166 ، 167 .
[2] المرجع السابق مباشرة ، ص 415 .
[3] علي شلبي ، مرجع سابق ، ص 70 ، 71 .
[4] د. أحمد محيي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 494 .
[5] عبد المجيد المهيلمي ، مرجع سابق ، ص 25 .

طفيفة ويمكن تغطيتها من الأرباح الاحتياطية ، أما المضارب فعليه أن يكون مستعداً لخسائر قياسية قد تقذف به إلى الإفلاس [1].

**3. مدة استخدام الأموال**

الاستثمار يستمر لعدة سنوات ، بينما المضاربة لا تتجاوز الأسابيع بأي حال [2] .

**4. نوع التعامل**

معظم المتعاملين في السوق العاجلة ممن يريدون شراء الأسهم وتسلمها للاحتفاظ بها من المستثمرين ، بينما معظم المتعاملين بالهامش والبيع القصير والخيارات من المضاربين [3] .

ومن الاعتبارات السابقة يتضح أن مضاربة البورصة لا تعد بأي حال من الأحوال نوعاً من الاستثمار .

**ثانياً : مضاربة البورصة والمزايدة**

يوجد خلط بين بيع المزايدة " بيع من يزيد " في الشرع [4] وما يجري في البورصة من ارتفاع في أسعار الأسهم عن قيمتها الحقيقية ، وهذا الخلط لا يصح لعدة أسباب هي :

1. في المزايدة يجري التنافس بين المشترين ويحصل على السلعة من قدم أعلى سعر ، وأما البائعون فلا سبب للمنافسة بينهم حيث أن البيع يتم لحساب بائع واحد ، بينما في مضاربة البورصة يتنافس المشترون مع بعضهم البعض على أعلى سعر يعرضونه للشراء ، ويتنافس البائعون مع بعضهم البعض على أدنى سعر يطلبونه للبيع ، وتتم الصفقة بين المشتري الذي يعرض أعلى الأسعار مقارنة بغيره من المشترين ، وبين البائع الذي يقبل أدنى سعر مقارنة بغيره من البائعين [5] .
2. الوحدات المباعة في المزايدة ليست متماثلة في الغالب ولو تعدد البائعون ، بينما الوحدات المباعة في مضاربة البورصة متماثلة ، لذلك تكون المنافسة كبيرة بين البائعين في مضاربة البورصة .
3. لو صح أن ما يحدث في مضاربة البورصة بين المشترين من منافسة في تقديم أعلى الأسعار للشراء نوعاً من المزايدة ، فإن ما يحدث من جانب البائعين من منافسة في تقديم أقل الأسعار لا يمكن وصفه إلا بالمناقصة [6] ، وتكون المزايدة والمناقصة شيء واحد وهما من الأضداد .

من الأسباب السابقة يتبين أن مضاربة البورصة ليست بيع مزايدة .

---

[1] د. أحمد محيي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 494 .
[2] د. علي شلبي ، مرجع سابق ، ص 70 ، 71 .
[3] د. أحمد محيي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 496 .
[4] ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ، ج 4 ص 236 .
ـ السيد سابق ، فقه السنة ، مرجع سابق ، ج 3 ص 242 .
[5] سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 64 .
[6] المرجع السابق مباشرة ، ص 65 ، 66 .

**ثالثاً : مضاربة البورصة والمخاطرة**

حاول البعض وضع تعاريف تخلط بين مخاطر تعاملات ما يسمى بالمضاربة في البورصة ومفهوم المخاطرة في التجارة ليبتعدوا بها عن مأزق ما يحدث عملياً من تعاملات توصف بأنها مقامرة ، ومن هذه التعريفات ما يلي :

- يعرف المعجم القانوني المضاربة بأنها : كلمة يختلف مفهومها باختلاف النص أو السياق . وهي مزيج من التوقع والتمني والحدس والانتهاز والاستغلال والمجازفة . ولعل من أبرز معانيها المتاجرة بيعاً وشراءً توخياً للكسب نتيجة تقلب الأسعار في المستقبل . والمعنى يتضمن ممارسة الأشغال المنطوية على الخطر والمغامرة في سبيل الكسب العظيم [1] .
- وعرفها آخر بأنها شراء الأوراق المالية عندما تنخفض أسعارها ، وبيعها عند ارتفاعها ، وفي أقرب فرصة ، وهي تقتضي إلماماً واسعاً بالسلع والصكوك ، وحساباً دقيقاً لاحتمال رواجها أو كسادها وهذا ما يفرقها عن المقامرة [2] .
- وعرفت بأنها المتاجرة في الأسهم في الأجل القصير لتحقيق أرباح سريعة لكنها أيضاً محفوفة بالمخاطر [3] .

التعريفات السابقة تحاول إظهار مضاربة البورصة على أنها تتطابق مع المخاطرة التي توجد في كثير من الأنشطة الإنتاجية والتجارية التي تحدث خارج نطاق البورصة ، وهذه المخاطرة يسميها الفقه الإسلامي بالضمان ، ومن هنا جاء القول " الخراج بالضمان " أي أن الكسب بالمخاطرة [4] .

ومن المعلوم أن درجة المخاطرة أكبر في المضاربات منها في الأنشطة الإنتاجية والتجارية ، بالإضافة إلى أن المخاطرة في القطاع الإنتاجي تكون دائما ذات مردود إيجابي على مستوى النشاط الاقتصادي بينما تكون المضاربة ذات أثر سلبي على النشاط الاقتصادي [5] .

والإمام ابن القيم له رأي يؤكد على الفرق بين طبيعة المخاطر التجارية المقبولة وبين المخاطر الأخرى التي لا علاقة لها بالتجارة فيقول : " والمخاطرة مخاطرتان : **مخاطرة التجارة** وهو أن يشتري السلعة يقصد أن يبيعها ويربح ويتوكل على الله في ذلك ، **والخطر الثاني :** الميسر الذي يتضمن أكل المال بالباطل فهذا الذي حرمه الله تعالى ورسوله مثل بيع ما ليس عنده بقصد أن يربح فيبيعه بسعر ويشتريه بأرخص منه ، ثم هذا الذي قدره قد يحصل كما قدره ، وقد لا يحصل فيندم ،

---

[1] عبد المجيد المهيلمي ، مرجع سابق ، ص 28 ، 51 .
[2] علي شلبي ، مرجع سابق ، ص 70 ، 71 .
[3] د. منى قاسم ، مرجع سابق ، ص 59 .
[4] د. أحمد محيي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 486 .
[5] المرجع السابق مباشرة ، ص 488 .
- د. عبد المجيد المهيلمي ، مرجع سابق ، ص 25 - 27 .

فصار هذا من نوع الميسر والقمار والمخاطرة ـ والبيع القصير يتطابق مع هذا الوصف تماماً ـ وليست هذه المخاطرة مخاطرة التجار بل مخاطرة المستعجل بالبيع قبل القدرة على التسليم "[1] .

وهذا يعني أن مضاربة البورصة لا تشبه مخاطر التجارة .

**رابعاً : مضاربة البورصة والمقامرة**

يرى البعض أن الخط الفاصل بين مضاربة البورصة والمقامرة غير محدد تحديداً دقيقاً ، والتفريق بينهما يتوقف على طريقة أخذ قرار الشراء ، فإن كان القرار مبنياً على الخبرة والدراسة للأسباب السياسية والاقتصادية والمالية فالعملية مضاربة ، وإن كان القرار لا يقوم على الدراسة ويعتمد على التخمين والحظ فالعملية مقامرة ، ويظهر هذا المعنى في التعريفات التالية للمقامرة :

- المقامرة طبقاً لموسوعة عالم التجارة هي الشراء بناءً على تخمين ما سيكون عليه السوق بالنسبة لسلعة ما دون أية دراسة بقصد الاستفادة من تغير الأسعار ، والقمار هو كل لعب فيه مراهنة[2] .
- والمقامر هو الذي يقوم بعقد الصفقات اعتماداً على الحظ ، ودون أية خبرة أو دراسة بل التخمين والاندفاع ، إلا أنه يعتبر حسن النية[3] .
- والقمار علاقة مخاطرة أو منافسة أو فعالية بين متعاقدين ، يغنم فيها أحدهما ما يغرمه الآخر اعتماداً على الحظ[4] .

التعريفات السابقة تتفق على أن مضاربة البورصة عملية محكومة بقانون خاص ، وتعتمد على مسببات حقيقية تخضع للدراسة ، فإن كان الأمر كذلك فلماذا يكون مكسب طرف معين خسارة للطرف الآخر ـ كالقمار تماماً ـ طالما أن الطرفان احتكما لنفس القانون ؟ وواضح ألا سبب مقنع إلا أن يكون التعامل مبني على التخمين بدرجة كبيرة ، أو أن طرف يمتلك معلومات أكثر لعلاقته بسلطة اتخاذ القرار الحكومي[5] ، وغير ذلك من الطرق غير الشرعية كالاحتكار واتفاقيات التلاعب والعقود الصورية ، وغيرها مما حرمته القوانين الوضعية وحرمه الإسلام[6] .

**الموقف الفقهي من مضاربة البورصة**

الفقه الإسلامي لا يمنع أن يمارس الشخص البيع والشراء بهدف الربح وتحصيل الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع ، فهذا هو عمل التجار وما يقوم به المضارب في عقد المضاربة الشرعية ، ولكن بشرط التزام التجار بالضوابط الشرعية في العقود والمعاملات ، والالتزام بأخلاق الإسلام في التجارة ، من التقوى والأمانة والصدق والسماحة وغيرها ، ومراعاة المقاصد الشرعية في المعاملات المالية .

---

[1] ابن القيم الجوزية ، زاد المعاد في هدى خير العباد ، مؤسسة الرسالة ، بيروت ، ط 14 ، 1986 ، ج 5 ص 815 ، 816 .
[2] عبد المجيد المهيلمي ، مرجع سابق ، ص 28 .
[3] د. صالح البربري ، الممارسات غير الشرعية في بورصة الأوراق المالية ، مركز المساندة القانونية ، القاهرة ، 2001 ، ص 279 ، 281 .
ـ علي شلبي ، مرجع سابق ، ص 71 .
[4] د. رفيق يونس المصري ، مرجع سابق ، ص 132 ، 133 .
[5] د. أحمد محيي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 491 .
[6] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 358 .

ولكن " مضاربة البورصة تقوم على الغرر والتضليل وترويج الشائعات الكاذبة وتلاعب بالسوق بهدف الاستحواذ على أكبر ربح ممكن وليس هناك التزام بضوابط الفقه الإسلامي للعقود ، فالبائع يبيع ما لم يملك وما ليس عنده والمشتري لا يدفع الثمن وتباع الورقة الواحدة عدة بيوعات ، وتشترط شروط فاسدة وهذا كله مما حرمه الإسلام حيث إنه أكل لأموال الناس بالباطل ، فضلاً عما تحدثه في الأسواق المالية من هزات وكوارث بسبب الأفعال التي يقوم بها المقامرون والتي تؤثر على السوق كله وعلى اقتصاد البلاد " [1] .

كما أن مضاربة البورصة تقوم على العقود الصورية حيث لا نية للبيع والشراء ولا التمليك والتملك ، ويكتفي بقبض الفرق بين سعري الشراء والبيع ، ومعظم عمليات المضاربة آجلة وتقوم على البيع على المكشوف والشراء بالهامش وهما يعتمدان على القروض الربوية وهي عقود فاسدة ومحرمة [2] . ومثل هذه المعاملات مقصود بها التعاقد على القمار أو المراهنة أو المخاطرة الشديدة وهي غير مخاطر التجارة المعروفة [3] .

هذا بالإضافة إلى أن علماء الاستثمار والمختصون بشئون البورصات يرون أن كل من يكرس كل وقته في المتاجرة بالأسهم لتحقيق هامش ربح عند البيع أو الشراء يعتبر من كبار المقامرين [4] .

ورأي آخر يعتبر المحترفون والمقامرون هم المضاربون في الأسهم ذات الأجل القصير جداً ، والذي يصل في بعض الأحيان إلى المتاجرة في الأسهم في اليوم نفسه بيعاً وشراءً [5] .

ومن العجيب أن القوانين الحاكمة للمبادلات في هونج كونج تقضي صراحة بأن عمليات المضاربة على فروق الأسعار تعد من القمار وتعد عمليات غير قانونية وغير مشروعة ، والقانون الأسترالي يخضع عقد الخيار على الأسهم الذي يتطلب تسوية نقدية لقانون الدولة للقمار والرهان [6] . والقانون الأمريكي إلى وقت قريب لم يكن يجيز الحصول على فروق الأسعار ويعتبرها من القمار [7] .

ذلك في الوقت الذي ينادي فيه المسئولون عن البورصات العربية بتغيير التشريعات لتسمح باستخدام حق الخيار في البورصات والذي يمثل أعلى درجات المقامرة والرهان [8].

**الخلاصة** بعد أن تبين أن مضاربة البورصة تختلف كل الاختلاف عن المضاربة الشرعية وهي لا تعد نوعاً من أنواع الاستثمار ، وليست بيع مزايدة ولا تشبه مخاطر التجارة ، وأنها تقوم على التخمين والحظ ، وما يربحه طرف يخسره طرف آخر مثلها مثل القمار تماماً . واستناداً على الآراء الواضحة

---

[1] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 357 .
[2] انظر ص 126 - 128 من هذا البحث .
[3] د. أحمد محيي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 593 .
[4] د. سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 166 ، 167 .
[5] د. منى قاسم ، مرجع سابق ، ص 18 ، 19 .
[6] د. سمير عبد الحميد رضوان ، المشتقات المالية ، دار النشر للجامعات ، القاهرة ، 2005 ، ص 105 ، 110 .
[7] د. سمير عبد الحميد رضوان ، أسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص 487 .
[8] المرجع السابق مباشرة ، ص 491 .

في مضاربة البورصة من علماء استثمار ومختصون بشئون البورصات ، لا مجال للتردد في القول بأن مضاربة البورصة بالصورة التي تحدث بها هي القمار المحرم شرعاً . هذا والله أعلم .

**خلاصة الفصل :** البيوع العاجلة الفورية للأسهم في البورصة التي تهدف إلى البيع والشراء ، والتسليم والتسلم صحيحة وجائزة ونافذة شرعاً ، مع أهمية بيان أن هذا الحكم لا ينطبق على العمليات العاجلة الصحيحة التي تهدف إلى تحقيق ربح من التنبؤ بتقلبات الأسعار لأنها تتضمن معاني المراهنة والمقامرة المنهي عنها شرعاً . أما باقي البيوع العاجلة كالبيع على المكشوف ، والشراء بالهامش لا تجوز شرعاً لوجود علة الربا بها .

جميع البيوع الآجلة ، والبيوع الخيارية الشرطية وعقود الامتياز المتفرعة منها بشروطها المختلفة فاسدة ولا تجوز شرعاً وتأباها نصوص الشريعة الإسلامية ولا تصح بأي وجه من الوجوه ، لأنها لا تهدف إلى البيع ولا الشراء ولا التسليم ولا التسلم ، وهي من قبيل بيع الكالئ بالكالئ المنهي عنه شرعاً ، كما أنها تشتمل على علة الربا والقمار .

بيع وشراء المؤشر أمر خيالي لا يمكن وجوده وهو من المقامرة البحتة ، ومضاربة البورصة بالصورة التي تحدث بها هي القمار المحرم شرعاً . هذا والله أعلم .

# الفصل الخامس

# الأزمات الاقتصادية للبورصات

# الفصل الخامس

# الأزمات الاقتصادية للبورصات

بعد أن تحدثنا عن البورصة وتنظيمها ودورها في تداول أسهم الشركات وتحديد أسعارها ، والسماسرة ( الوسطاء الماليين ) ودورهم في تنفيذ عمليات التداول ، وأنواع البيوع المختلفة ، مع الاهتمام بالمضاربة بالأسهم باعتبارها تمثل الجانب الأكبر من التعاملات التي تتم داخل أروقة البورصة .

نحاول في هذا الفصل أن نرى آثار ما تقدم من آليات تنظيم العمل في البورصات المختلفة على النشاط الاقتصادي بصفة عامة ، وعلى المتعاملين بصفة خاصة ، لبيان مدى الحاجة إلى بديل بآليات أخرى تجنب العالم ويلات الأزمات الاقتصادية للبورصات القائمة وفق النظام الاقتصادي الرأسمالي . وذلك من خلال مبحثين :

**المبحث الأول : الأزمات الاقتصادية للبورصات العربية والدولية .**

**المبحث الثاني : دراسة أزمة سوق المناخ بالكويت .**

## المبحث الأول

## الأزمات الاقتصادية للبورصات

## العربية والدولية

سنتناول في هذا المبحث عرض للأزمات الاقتصادية الكبيرة التي أحدثتها البورصات العربية والدولية على مدار قرن من الزمان ، ابتداءً من الكساد العظيم عام 1929 وحتى الثلاثاء الأسود في البورصة السعودية 2006 . على النحو التالي :

**5-1-1 الكساد العظيم 1929 .**

**5-1-2 أزمة البورصة المصرية 1959 .**

**5-1-3 أزمة سوق المناخ بالكويت 1982 .**

**5-1-4 أزمة يوم الإثنين الأسود 1987 .**

**5-1-5 أزمة المكسيك 1994 .**

**5-1-6 أزمة النمور الأسيوية 1997 .**

**5-1-7 الثلاثاء الأسود في البورصة السعودية 2006 .**

ويتضمن العرض موجز عن تاريخ الأزمة الاقتصادية ، ونبذة عن أسباب حدوثها ، وإشارة لحجم الخسائر الناتجة عنها .

## 5-1-1 الكساد العظيم
## 1929

**العرض التاريخي للأزمة**

فـي 3 سـبتمبر مـن عـام 1929 أقفـل مؤشـر دار جـونز لمتوسـط الصـناعة فـي الولايـات المتحـدة الأمريكية عند 381 نقطة .

وفي شهر أكتوبر من نفس العام أخذ المؤشر في الانخفاض بصورة متتالية ، ففي 2 أكتوبر انخفض المؤشر 49 نقطة ، وفي اليوم التالي انخفض 43 نقطة ، وفي 23 أكتوبر سجل المؤشر 306 نقطة ، بما يعني انخفاضاً بلغت نسبته 20 % بالمقارنة بما كان عليه الحال في 3 سبتمبر ، معلناً بذلك بداية حدوث الكساد العظيم .

واستمر انخفاض أسعار الأوراق المالية بعد ذلك لمدة ثلاث سنوات ، حيث أقفل المؤشر في 8 يوليو 1932 عند 41 نقطة فقط ، وهذا يعني أن المؤشر وصل إلى 11 % مما كان عليه في 3 سبتمبر من عام 1929 [1] .

**أسباب حدوث الأزمة**

كشفت التحقيقات في ذلك الوقت عن حدوث انحرافات وممارسات غير أخلاقية في بورصات الولايات المتحدة الأمريكية ، يعتقد أنها كانت سبباً رئيسياً في حدوث الأزمة ، ومن أبرز صور الانحراف في التعامل خلال فترة الكساد العظيم الممتدة لثلاث سنوات البيع الصوري ، والشراء لغرض الاحتكار ، واستغلال السماسرة لثقة العملاء ، واتفاقيات التلاعب [2] .

**الخسائر الناتجة عن الأزمة**

خلال تلك الفترة أفلست العديد من الشركات وانتشرت البطالة ، فانخفض الطلب على السلع والخدمات ، وانخفض حجم الاستثمار ، وعجز المدينون عن الوفاء بما عليهم من التزامات للبنوك ، فأفلس 5000 بنك في الولايات المتحدة ، وخسر المودعون ما يعادل 3 مليار دولار ، وأعلن الرئيس روزفلت إغلاق جميع البنوك اعتباراً من 6 مارس 1933 ، ثم سمح للبنوك التي لديها قدراً من السيولة أن تفتح أبوابها بعد أسبوع من ذلك التاريخ [3] .

---

[1] د. منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص 50 ، 51 .
[2] المرجع السابق مباشرة ، ص 51 .
[3] المرجع السابق مباشرة ، ص 51 .

## 2-1-5 أزمة البورصة المصرية

## 1959

**العرض التاريخي للأزمة**

بعد صدور القانون رقم 22 ، 23 ، 24 لسنة 1956 والذي بموجبه تم تمصير البنوك وصدور اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية بالقانون رقم 161 لسنة 1957 ، وما صاحب ذلك من حملات مكثفة من جانب الحكومة لاستثارة الحماس الوطني للمشاركة في الخطة الخمسية الأولى للتصنيع ، زاد إقبال طبقات الشعب على الاستثمار في البورصة ، وشمل هذا الإقبال الجارف على البورصة أصحاب المدخرات الصغيرة من النساء والأرامل وغيرهم الذين باعوا ما يملكون من عقارات وحلي ودخلوا البورصة ، فزاد الطلب على الأوراق المالية وتضاعفت أسعارها ، وتمت تغطية مساهمات الشركات التي طرحت للاكتتاب العام مثل شركة الحديد والصلب والقومية للأسمنت وراكتا وكيما وغيرها .

وفي الوقت الذي كانت الدعوة تتجه إلى توسيع قاعدة الملكية وبهذا التركيز المكثف فإن المسئولين كان لهم اتجاه إخر يهدف إلى تطبيق الأسلوب الاشتراكي والذي بموجبه يتم توجيه وتخطيط الاقتصاد مركزياً ، دونما إعداد مسبق وتهيئة المناخ الملائم لاستقبال تلك التحولات ، وأدرك كبار المستثمرين ومعظمهم من الأجانب الآثار السلبية التي ستقع عليهم أكثر من غيرهم ، فعقدوا النية على انتهاز الفرصة والاستفادة من ذلك الوضع فشاركوا في توسيع دعوات الحكومة للاكتتاب في الشركات وروجوا عن توقع توزيعات مرتفعة للأرباح نتيجة التوسع الاقتصادي وتنفيذ برامج التصنيع وفي نفس الوقت بدأوا في التخلص من استثماراتهم وتصفية مراكزهم والخروج من البورصة [1] .

وبدأت الحكومة تفكر في طريقة توقف بها هذا الاندفاع الصعودي للأسعار وتواردت أنباء عن اتجاه نيه الحكومة إلى إصدار قانون بتحديد الأرباح بما لا يجاوز 10 % زيادة عن تلك التي تم توزيعها عام 1958 باعتبارها سنة الأساس ، فبدأت الأسعار في التراجع شيئاً فشيئاً ولو ترك الأمر عند ذلك لعادت الأسعار إلى مستوياتها المناسبة مع الأرباح المتوقع توزيعها طبقاً للقانون المزمع إصداره .

ولكن السيد مندوب الحكومة في ذلك الوقت وبإيعاز من الحكومة أصدر تكذيباً رسمياً تلي في المقصورة بعدم صحة هذه الأنباء مع تأكيد حرص الحكومة على المدخرات الموجهة للبورصة ، ونتيجة لذلك عادت الأسعار للصعود بحدة وقفزت الأسعار في ذلك اليوم إلى الضعف وتوالت في الأيام التالية ، وبذلك تمكن كبار المستثمرين من الخروج من السوق وتخلصوا مما لديهم من الأوراق المالية بنقل ملكيتها لصغار المستثمرين الذين كانوا من المصريين الذين انجذبوا للبورصة بفضل التشجيع الحكومي دون أن تكون لديهم الخبرة والدراية الكافية بشئون البورصة وأساليب التعامل فيها .

---

[1] عبدالستار بكري حسن ، مرجع سابق ، ص 84 ، 85 .

وفي 12 يناير 1959 أي بعد أقل من شهر من صدور التكذيب صدر القانون رقم 7 لسنة 1959 وقضى بتحديد الأرباح على النحو الذي جاءت به الأنباء السابقة فأصاب هذا الإجراء البورصة في مقتل حيث هبطت الأسعار بحدة وأصيب صغار المدخرين وهم من المصريين بضياع مدخراتهم [1] .

**أسباب حدوث الأزمة**

من العرض التاريخي للأزمة يتبين أن سبب حدوثها هو عدم وضوح الرؤية لدى المسئولين عن الحكومة في ذلك الوقت ، فبينما تدعو طبقات الشعب إلى الاستثمار في البورصة تضع القيود على توزيع الأرباح ، وبينما مندوب الحكومة يعلن تكذيب إصدار قانون يحدد نسبة الأرباح الموزعة وحرص الحكومة على المدخرات الموجهة للبورصة يصدر القانون بعد أقل من شهر من هذا التكذيب .

هذا بالإضافة إلى تلاعب كبار المستثمرين بالأسعار في البورصة بالشراء في أول الجلسة ثم تسخين السوق ودفع الأسعار للارتفاع ثم الخروج في آخر الجلسة مستفيدين في ذلك من تضارب قرارات الحكومة .

**الخسائر الناتجة عن الأزمة**

أدت الأزمة إلى إصابة صغار المدخرين ومعظمهم من الأرامل واليتامى بخسائر فادحة ضاعت معها أموالهم وضاعت ثقتهم في البورصة [2] .

## 3-1-5 أزمة سوق المناخ بالكويت 1982

**العرض التاريخي للأزمة**

في عام 1981 ظهر سوق المناخ كسوق غير رسمية تتداول فيه أسهم الشركات الخليجية وأسهم الشركات الكويتية المقفلة وتولى التوسط في معاملات هذه السوق دلالو العقارات دون كفاءة أو خبرة أو أي التزام بقيود قانونية أو أخلاقية .

استحدث السوق نظام الصفقات الآجلة حيث يتم نقل ملكية الأسهم من المالك إلى المشتري فوراً بعد دفع ثمن الأسهم بموجب شيك بتاريخ مؤجل ، ويتحدد سعر الأسهم بالأجل بناء على سعر السوق العاجلة زائداً علاوة تمثل سعر الفائدة على الثمن المؤجل دفعه ، زائد علاوة تمثل توقعات تحسن سعر السهم في المستقبل .

[1] عبدالستار بكري حسن ، مرجع سابق ، ص 86.
[2] المرجع السابق مباشرة ، ص 87 .

هذا التعامل الآجل مكن الكثير من المواطنين من دخول السوق برهن ممتلكاتهم ، وجذبت السوق كل الفئات حتى ربات البيوت والطلبة أغراهم الربح فدخلوا هم أيضاً السوق ، وهكذا بدأ السوق منذ مايو 1981 في تسجيل قفزات كبيرة في حجم التداول حيث كان حجم الصفقة الواحدة ما بين 50 ـ 100 ألف سهم ، وتضاعفت الأسعار السوقية لبعض الأسهم أكثر من 50 مرة ما بين اليوم والليلة .

وظلت الأسعار ترتفع في ظل إشاعات أن السوق سيصمد حتى نهاية يناير 1983 موعد استحقاق معظم الشيكات الآجلة وأن الدولة ستتدخل لإنقاذ السوق ، وهكذا قفز حجم التعامل خلال يونيو ـ أغسطس عام 1982 ليبلغ حوالي 2 بليون سهم .

وفي سبتمبر 1982 قرر البعض الخروج على العرف السائد وكسر عامل الثقة الموجود ، وقدم إحدى الشيكات المؤجلة المسحوبة لصالحه للصرف ، حيث أن القانون التجاري يلزم المصارف بصرف قيمة الشيك عند تقديمه للصرف بغض النظر عن تاريخه ، ففوجئ بعدم وجود تغطية مالية له ، وما إن ذاع الخبر حتى تدفقت الشيكات المؤجلة على المصارف فانكشفت حسابات الكثيرين ، وأعلنت المصارف توقفها عن صرف هذه الشيكات المؤجلة والتي بلغ حجم المبالغ المسحوبة بها أكثر من 95 مليار دولار ، وسارعت الحكومة إلى فرض حظر على التعامل في السوق ، وتم إغلاقه نهائياً في أول نوفمبر 1984 [1] .

**أسباب حدوث الأزمة**

من أهم أسباب حدوث الأزمة المضاربات العنيفة والبيع الآجل لأسهم شركات لا يعرف المضاربون عن نشاطها شيئاً [2] .

**الخسائر الناتجة عن الأزمة**

أثرت أزمة سوق المناخ سلبياً على الاقتصاد الكويتي وعلى أداء السوق الرسمية ، وتم حل كثير من الشركات لخسارتها ثلاثة أرباع رأس مالها ، وانخفض حجم التداول في السوق الرسمية في عام 1983 وهو العام الذي أعقب انهيار السوق بنسبة 66 % وانخفضت القيمة السوقية للتعامل في عام 1984 بنسبة 93 % عن العام 1982 ، وانفقت الحكومة أكثر من 550 مليون دينار لتعويض صغار المستثمرين ، وأفلس 6500 متعامل تشابكت علاقة المديونية فيما بينهم بصورة معقدة [3] .

---

[1] د. أحمد محيي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 530- 535 .

[2] www.arabtimes.com/arab%20con/kuwit/doc/8.html

[3] د. أحمد محيي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 571 - 576 .

## 4-1-5 أزمة يوم الإثنين الأسود [1]

## 1987

**العرض التاريخي للأزمة**

بدأت الأزمة في البورصة الأمريكية في اللحظات الأولى للافتتاح في يوم الإثنين الموافق 19 أكتوبر 1982 وذلك بخلل في التوازن بين العرض والطلب في الأسواق الحاضرة وأسواق العقود المستقبلية ، وذلك نتيجة سيل متدفق من أوامر البيع لم يسبق له مثيل ، وقد حاول المتخصصون في معالجة السوق الحاضرة بتأجيل الإفتتاح والبحث لدى السماسرة وتجار الصفقات الكبيرة عن أوامر مقابلة لإزالة الخلل ، ولكنهم فشلوا في ذلك لأن الخلل أصاب كافة الأسهم .

أما بالنسبة لسوق العقود المستقبلية فإنه لا يمكن تأجيل الافتتاح ولو لثانية واحدة لأن تكلفة تأجيل تنفيذ صفقة في تلك السوق يكون أكبر بكثير من تكلفة تأجيل تنفيذ صفقة مماثلة في السوق الحاضرة ، لذلك انخفضت الأسعار فوراً في ذلك السوق في محاولة لاستيعاب الخلل وانتهى الأمر بهبوط الأسعار في السوقين ، ففي سوق نيو يورك انخفضت أسعار الافتتاح بحوالي 10 % عن إقفال اليوم السابق ومع انخفاض الأسعار انتاب جمهور المتعاملين الذعر وزادت سرعة تدفق أوامر البيع ونضبت الإمكانيات المالية لصناع السوق ، وبعد ظهر الثلاثاء بوقت قصير أوقف التعامل في العديد من الأسهم المتداولة في بورصة نيويورك وفي أسواق الاختيار وأيضا في سوق العقود المستقبلية ، وبدأ البحث عن أطراف أخرى من خارج السوق للمساعدة في إزالة الخلل ، وانتقل الاتجاه النزولي إلى كافة الأسواق الرئيسية في العالم [2] .

**أسباب حدوث الأزمة**

ساد الاعتقاد بأن الأزمة سببها رد فعل مبالغ فيه من قبل المستثمرين ، وأنها فعل متأخر لتصحيح أوضاع سابقة ، وهذا معناه عدم كفاءة السوق . وهناك تفسير ثالث يقضي بأن ما حدث هو انعكاس لمعلومات غير سارة عن حالة الاقتصاد المستقبلية وبالتالي فهي تحذير من كارثة محدقة على وشك أن تعصف باقتصاد العالم بأسره [3] .

**الخسائر الناتجة عن الأزمة**

هبوط مؤشرات أسعار الأسهم في كافة الأسواق الرئيسية في العالم وبمعدلات عالية على النحو التالي : الولايات المتحدة الأمريكية كانت نسبة الانخفاض - 21.6 ، أستراليا - 44.9 ، بلجيكا -

---

[1] ورد في الحديث القدسي قول الله عز وجل يؤذيني ابن آدم يسب الدهر وأنا الدهر بيدي الأمر أقلب الليل والنهار . صحيح البخاري ، مرجع سابق ، ج 9 ص 177 .
وعليه لا يجوز إطلاق يوم أسود أو غيرها من العبارات التي تدل على التشاؤم ، وإن كان المتلفظ بها لا يقصد التشاؤم لأن العوام وضعاف النفوس سيتبادر إلى أذهانهم أن هذا اليوم دائماً مشئوم والله تعالى أعلم .

[2] د. منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص 583- 587.

[3] المرجع السابق مباشرة ، ص 593 .

18.9 ، كندا - 22.9 ، فرنسا – 19.5 ، ألمانيا - 17.1 ، هونج كونج - 45.8 ، أيرلندا - 25.4 ، اليابـان - 7.7 ، ماليزيـا - 39.3 ، نيوزيلنـدا - 36 ، النـرويج - 28.8 ، سـنغافورا 41.6 ، جنـوب أفريقيا - 29 ، انجلترا - 22.1 ، ويمكن التعبير عن هذه الخسائر بأنها كارثة اقتصادية عالمية [1] .

## 5-1-5 أزمة المكسيك 1994

**العرض التاريخي للأزمة**

المكسيك ككل الدول النامية التي نفذت توصيات صندوق النقد الدولي للحصول على قروض لتصحيح بنية هياكلها الاقتصادية ، فقامت بتنفيذ مشاريع خدمية وإنتاجية كبرى لمعالجة أزمة البطالة وتخفيض العجز في ميزان المدفوعات بزيادة الصادرات وتعزيز النمو الاقتصادي ، وحررت أسواقها المالية استجابة للعولمة . وأدى ذلك إلى تدفق رؤوس أموال المستثمرين العالميين على سوق المكسيك المالي للاستفادة من الفرص المتاحة للاستثمار المالي باعتبارها بورصة ناشئة يمكن تحقيق معدلات ربح عالية منها ، لأن الهدف من الاستثمار هو تحقيق الثروة ، وليس من الضروري أن تتحقق عن طريق الصناعة وتوفير المنتجات بل يتم ذلك بعيداً عن الاقتصاد الحقيقي أو الاستثمار المباشر .

وارتفعت الأسعار في البورصة ، وحصل المستثمرون العالميون على أرباح ضخمة بالعملة الصعبة وحولت للخارج من احتياطي البنك المركزي ، وغير المستثمرون نظرتهم للسوق المكسيكية وقرروا التحول عنها بشكل فجائي إلى غيرها من الأسواق الناشئة الأخرى بعد أن حصلوا على ما يريدون ولم يعد هناك المزيد ليحصلوا عليه ، فانهارت بورصات سان باولو ، وبيونس أيريس [2] .

**أسباب حدوث الأزمة**

من أهم أسباب حدوث الأزمة الانفتاح الاقتصادي وعولمة الأسواق المالية التي تتيح للمستثمرين العالميين سرعة وحرية التحول الفجائي والانتقال من بورصة إلى أخرى مما يترك آثاراً سلبية على تلك البورصات .

**الخسائر الناتجة عن الأزمة**

انهيار البورصة المكسيكية ، وعجز كبير في الميزان التجاري ، وخسائر ضخمة في الاحتياطي النقدي من العملات الأجنبية وتسبب ذلك في انهيار العملة المكسيكية " البيزو " وازدياد حدة الفقر [3] .

---

[1] د. منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص 590 .
[2] صلاح الدين حسن السيسي ، مرجع سابق ، ص 80 .
- د. صالح البربري ، مرجع سابق ، ص 310 - 312 .
[3] صلاح الدين حسن السيسي ، مرجع سابق ، ص 80 .

## 5-1-6 أزمة النمور الأسيوية
## 1997

**العرض التاريخي للأزمة**

في صيف 1997 كانت هناك دلائل عن أزمة مالية خطيرة فقد ذهبت المضاربة بأموال وعملات جنوب شرق آسيا ( تايلاند ـ أندونيسيا ـ ماليزيا ـ الفلبين ) ، وقد أعطت بورصة نيويورك المؤشر الأول عن ذلك الضعف ، ففقدت 247 نقطة في 15 أغسطس 1997 . إلى جانب ذلك كانت الأعراض مشابهة لأعراض الانهيار المالي الذي حدث عام 1987 ، فقد قامت مؤسسات مالية مضاربة ببيع كميات كبيرة من الأسهم على أمل استعادة شرائها بعد انخفاض السعر بدرجة أكبر ، وكما لو كان هؤلاء اللاعبين بالنار قد أشعلوا الهشيم في السهول . وقد ساعد على ذلك بعض أدوات السوق المالية كالسوق المستقبلية وسوق الخيارات مما سارع بانهيار الأسعار . وفي أكتوبر 1997 فقد مؤشر داو جونز 554 نقطة بنسبة 7.2 % من قيمته ، وتبعته في ذلك أسواق فرانكفورت وباريس ولندن ، وفي هونج كونج انخفض مؤشر هانج سنج في خلال خمسة أيام من 23 ـ 28 أكتوبر 1997 بنسبة 30.81 % ، وبعد ذلك بأسابيع قليلة هوت بورصات طوكيو وسيول وأغرقت في طريقها العملة الكورية [1] .

**أسباب حدوث الأزمة**

ترجع أسباب حدوث هذه الأزمة إلى تزايد الانفتاح الاقتصادي ، واستخدام وسائل التكنولوجيا المتقدمة في المعاملات المالية ، وعولمة المعاملات الاقتصادية ، وتحرير تجارة الخدمات المالية وضمها إلى اتفاقية الجات في نهاية عام 1997 ، وظهور الاندماج المكثف للمؤسسات المالية الكبرى ، وهي من أشد المخاطر التي تواجه الاقتصاد العالمي حيث أن المال يمكن أن يتحول في أيدي تلك المؤسسات إلى أسلحة دمار اقتصادي شامل إذا استخدم بطريقة منحرفة ، وهو ما حدث في أزمة جنوب شرق آسيا إذ استطاعت تلك المؤسسات أن تستولي على عشرات المليارات من الدولارات من العملات الصعبة من احتياطيات البنوك المركزية لتلك الدول وهو السبب الرئيسي في حدوث الأزمة [2].
ولا يمكن إغفال الدور الذي لعبه الملياردير اليهودي جورج سورس حيث استثمر مبالغ طائلة في شراء الأوراق المالية ، ثم قام بعملية بيع جماعي لاستثماراته ، مما ترتب عليه انخفاض حاد في قيمة الأصول ما أدى لانخفاض العملات الوطنية لدول النمور الآسيوية ، ثم عاد واشترى في اليوم التالي عند السعر المنخفض فتحسنت الأسعار ، ثم قام بعملية بيع أخرى مما ترتب عليه تأكيد الانهيار [3] .

[1] د. صالح البربري ، مرجع سابق ، ص 313 ، 314 .
[2] صلاح الدين حسن السيسي ، مرجع سابق ، ص 82 ، 83 .
ـ د. صالح البربري ، مرجع سابق ، ص 310 ، 311 .
[3] http://www.saudstok.com/art.php?id=62

**الخسائر الناتجة عن الأزمة**

لقد جاوزت خسائر هذه الأزمة ماعرفته الأسواق المالية من خسائر عام 1987 بل وعام 1929 أيضاً حيث أنه في عام 1987 لم تهتز أسواق النقد ، ولكن هذه المرة فإن الإعصار أصاب أسعار الأسهم وأصاب في طريقه بعض العملات أيضاً .

ولم تقف المؤسسات المالية التي تقوم بالمضاربة عند التلاعب بأسعار الأسهم ، بل استطاعت أن تنهب عشرات المليارات من احتياطي العملات الصعبة من البنوك المركزية الأسيوية وحولتها إلى مؤسسات مالية خاصة في أوروبا وأمريكا ، مما زلزل اقتصاديات هذه الدول بالكامل [1] .

لقد أفضت هذه الأزمة إلى اضطرابات اقتصادية حادة ، وارتفاع في معدلات البطالة ، وتسببت في عودة الفقر إلى الكثير من رعايا هذه البلدان ، ويكفي أن نعرف أن انهيار السوق الأندونيسية فقط تسبب في تجريد مالكي 260 شركة من أصل 282 شركة مسجلة في بورصة جاكرتا من حقهم في ثرواتهم ، وأصبح قرابة 50 مليون أندونيسي آخر يعيشون تحت خط الفقر [2] .

## 7-1-5 الثلاثاء الأسود [3] في البورصة السعودية 2006

**العرض التاريخي للأزمة**

بدأ التخطيط لإنشاء سوق المال السعودي منذ بداية الثمانينات في الوقت الذي كانت هناك 38 شركة مساهمة عام 1983 ، وفي عام 1985 أدخلت مؤسسة النقد بعض التحسينات في عملية بيع وشراء الأسهم بتأسيس " الشركة السعودية لتسجيل الأسهم " وحصرت مساهمتها للبنوك العاملة في المملكة ، وكانت عملية تداول الأسهم تتم عبر تبادل الشهادات الفعلية للأسهم عبر البنوك ، وفي عام 1990 أدخلت مؤسسة النقد نظام تداول إلكتروني بينها وبين البنوك بغرض تدقيق ملكية الأوراق المالية وتسجيلها ، وفي عام 2001 تم إدخال نظام " تداول " الالكتروني الذي أتاح نقل المعلومات وتداول الأوراق المالية عبر الإنترنت ، وصدر قانون سوق المال السعودي في نوفمبر 2003 ، وبدأ في تطبيقه في يوليو 2004 [4] .

منذ بداية العام 2002 وحتى نهايته والمؤشر يتأرجح حول 2700 نقطة ، وفي نهاية 2003 ارتفع المؤشر إلى 4000 نقطة تقريباً ، وفي نهاية 2004 أغلق المؤشر عند 8200 نقطة ، وفي نهاية 2005 أغلق المؤشر عند مستوى 16700 نقطة ، بزيادة نسبتها 103.66 % عن السنة السابقة ،

[1] د. صالح البربري ، مرجع سابق ، ص 314 .

[2] http://64.246.58.199/artc.php?id=10919

[3] سبق بيان عدم جواز إطلاق يوم أسود أوغيرها من العبارات التي تدل على التشاؤم ، أنظر ص 159 من هذا البحث .

[4] http://64.246.58.199/artc.php?id=10919

وفي 25 فبراير 2006 وصل المؤشر إلى حوالي 20600 نقطة ، وبعد ثلاث سنوات من الارتفاع بدأ المؤشر في التراجع الحاد بنسبة 27.9 % اعتباراً من يوم الثلاثاء 28 / 2 / 2006 واستمر التراجع حتى وصل في نهاية 2006 إلى 7700 نقطة تقريباً بنسبة تراجع 62.6 % [1] . ولم ينتهي تراجع المؤشر حيث وصل إلى 7425 نقطة تقريباً في شهر 5 / 2007 .

**أسباب حدوث الأزمة**

ترجع أسباب حدوث هذه الأزمة إلى ما يمكن تسميته بفتنة الأسهم التي عمت البيوت والشركات والأسواق وتغلغلت في نفوس النساء والرجال والأطفال حتى أصبحت الشغل الشاغل لهم ، ومن أولوياتهم الحياتية ، فتحول جزء لا يستهان به من المجتمع " أربعة ملايين متعامل في مطلع عام 2006 " إلى مجتمع مادي ، يبحث أفراده عن الكسب السريع لدرجة أن سهم بنك البلاد الذي قيمته الإسمية 50 ريال صعد سعره في أول يوم لتداوله إلى 950 ريال بنسبة زيادة 1900 في المائة ، وذلك قبل أن يبدأ البنك في مزاولة أعماله بصورة فعليه ، فلم تكن القرارات الاستثمارية تتخذ بناء على معطيات تحليلية أو إستناداً إلى التوقعات بشأن الأرباح المستقبلية ، بل بناء على الحدس والتمني بأن يكون الحظ حليفاً ، وأصبح التخمين والمراهنة على المسار المستقبلي للأسعار أي ما يعرف بالمضاربات ، جزء من العمليات التجارية الاعتيادية [2] .

**الخسائر الناتجة عن الأزمة**

تلاشى [3] ما يربو على 500 بليون دولار من رأس مال السوق السعودي [4] . بالإضافة إلى خسائر في جميع البورصات الخليجية والبورصة المصرية والأردنية ، وذلك لأن المتعاملين السعوديين الذين يستثمرون بقوة في جميع الأسواق المالية في الشرق الأوسط ، اضطروا إلى التخلي عن قسم من أسهمهم مقابل الحصول على السيولة وتغطية الخسائر التي أصيبوا بها في السوق السعودية ، وأدى سحب القسم الأكبر من أموالهم من الأسواق المالية في الخليج والشرق الأوسط إلى تدهور وانهيار هذه البورصات [5] .

---

[1] تقرير عبده المهدي ، شبح التعليق يهبط بالأسعار ويقلص التعاملات ، جريدة الحياة ، السعودية ، العدد 15997 ، ص 20 .
- د. منى قاسم ، مرجع سابق ، ص 45 .

[2] http://64.246.58.199/artc.php?id=10919

[3] إن لفظ تلاشى أو خسارة جزء من رأس مال السوق لا يعدوا عن كونه نقل ذمم مالية بين المتعاملين . ولكن يجب التفرقة بين الضرر الناتج عن الخسائر التي تكون بين متعاملين من نفس الدولة وهو ما يعني بقاء الأموال داخل نطاق اقتصاد الدولة ، والخسائر التي تكون مع متعاملين خارجيين وهو ما يعني انتقال الأموال إلى دول أخرى وما يمثله ذلك من تهديد بانهيار اقتصاد الدولة .

[4] تقرير مجموعة سامبا المالية ، الاقتصاد السعودي أداء عام 2006 وتوقعات عام 2007 ، المملكة العربية السعودية ، فبراير 2007 ، ص 4 ، 5 .

[5] د. منى قاسم ، مرجع سابق ، ص 45 - 47 .

## المبحث الثاني

## دراسة أزمة سوق المناخ بالكويت

بعد أن عرضنا الأزمات الاقتصادية الكبيرة التي أحدثتها البورصات في مختلف أنحاء العالم بصورة شاملة دون التطرق لأحداثها وأسبابها بالتحليل .

في هذا المبحث سنقوم بدراسة لإحدى هذه الأزمات وهي أزمة سوق المناخ بالكويت عام 1982 لنتعرف على أسباب حدوثها ونحللها ونحدد مواضع الخلل في البورصة ، ويأتي اختيارنا لهذه الأزمة بالذات لكونها حدثت في بورصة عربية ، وبالتالي تصلح لتمثيل باقي البورصات العربية لتشابه ثقافات شعوب المنطقة ، وتقارب الآليات المتبعة في تلك البورصات باعتبارها من البورصات الناشئة ، هذا بالإضافة إلى أنها الأزمة الأشهر عربياً . وذلك من خلال :

**5-2-1 عرض تفصيلي لأحداث الأزمة .**

**5-2-2 عرض تحليلي لأسباب حدوث الأزمة .**

### 1-2-5 عرض تفصيلي لأحداث الأزمة

بداية يجب توضيح أن أزمة سوق المناخ لم تكن أول أزمة يشهدها الاقتصاد الكويتي ، فلقد شهدت السوق ما بين أبريل 1975 وحتى نهاية 1976 حركة تداول رائجة ومضاربات عنيفة تولدت عن :

1. زيادة السيولية المحلية خلال عامي 1975 ، 1976 وانعكست هذه الزيادة على معدلات الإنفاق الحكومي وعلى الائتمان بزيادة تقديم القروض والتسهيلات للعملاء والتي استخدمت جزئياً في تمويل شراء الأسهم والسندات مما رفع أسعارها .
2. شيوع الصفقات الآجلة وعمليات الاكتتاب الوهمية .
3. عدم وجود تنظيم دقيق لسوق الكويت للأوراق المالية حيث أنها لم تكتمل أجهزتها ولوائحها إلا بعد 1984 .

ومع نهاية عام 1976 وصلت موجة ارتفاع الأسعار إلى نهايتها وبدأ اتجاه معاكس نحو الركود فانخفض معدل التداول بنسبة 31 % عن بداية عام 1976 وانخفضت القيمة السوقية للأسهم المتداولة بنسبة 64 % عن الفترة نفسها وظهرت دلائل اتجاه السوق نحو الانهيار الكامل .

إلا أن تدخل الحكومة بشراء أسهم الشركات الوطنية بأدنى سعر جرى التداول به من أول أكتوبر وحتى 17 / 12 / 1986 ، أدى إلى تماسك السوق وحال دون انهيار أكبر في أسعار الأوراق المالية .

كما صدر قرار بخفض أسعار الفائدة المتفق عليها بين المصارف والعملاء على أن تتحمل الدولة فرق أسعار الفائدة لتخفيف الأعباء المالية على المساهمين المتضررين من تدهور أسعار الأسهم في البورصة .

وقضى القرار بتحديد أجل القروض الممنوحة من المصارف لتمويل عمليات شراء الأسهم لمدة سنتين قابلة للتجديد حسب ظروف كل مقترض وذلك حتى لا يبيع هؤلاء أسهمهم بخسارة تعزز من انخفاض أسعار الأسهم ، ويبدو أن التاريخ أعاد نفسه في أزمة سوق المناخ وتكررت الأحداث وبنفس الطريقة .

ففي عام 1977 " أصدرت الحكومة الكويتية قراراً يقضي بعدم السماح بتأسيس شركات مساهمة جديدة في جميع القطاعات وذلك لشعورها بأن الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الكويتي لم تعد تسمح بمشروعات ذات جدوى اقتصادية معتبرة ، وأن التوسع في إنشاء شركات جديدة سوف يصيبها بخسارة أو يؤدي إلى تقليل أرباح المشروعات القائمة " [1] .

وفي أعقاب الارتفاع الكبير في أسعار النفط الخام عام 1979 زادت القدرة التمويلية لدى كثير من المستثمرين الكويتيين ، ومع القيود التي فرضت على تأسيس الشركات المساهمة لجأ المستثمرون إلى

---

[1] د. أحمد محيي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 527 - 529 .

الدول الخليجية المجاورة لتأسيس " شركات خليجية " 42 شركة بقاعدة إصدار 108 مليون دينار ، وجرى تداول أسهم تلك الشركات في سوق غير رسمية عرفت باسم " سوق المناخ " [1] حيث كانت توجد فيه مجموعة من المكاتب والوسطاء الذين روجوا لأسهم تلك الشركات وتسهيل عقد صفقاتها .

كما دخلت سوق المناخ الشركات الكويتية المقفلة ( غير المدرجة في البورصة ) ، والتي ساعدت البنوك التجارية وشركات الاستثمار على زيادتها من خلال الإقراض الشخصي ، حيث تأسست 99 شركة منها بين يناير 1981 وأكتوبر 1982 .

وفي نوفمبر 1981 اعترفت الحكومة من خلال وزير التجارة والصناعة بسوق المناخ ، وتم إنشاء مكتب لوزارة التجارة والصناعة لمراقبة التعامل في السوق بدأ عمله في 9 مارس 1982 .

وتسابق الجميع إلى سوق المناخ وبلغ حجم التداول في الفترة من يونيو إلى أغسطس 1982 حوالي ملياري سهم ، وذلك نتيجة لتحقيق مستثمرين لأرباح كبيرة بالمضاربة على الأسهم ، وشجع ذلك كثير من الأفراد على الدخول إلى السوق كمضاربين أو وسطاء للاستفادة من تلك الأرباح [2] .

فجذبت السوق رجل الأعمال والموظف وربة البيت وأستاذ الجامعة والطلاب وكل من ضعف أمام إغراء الأرباح الكبيرة التي يراها تتحقق أمام ناظريه ، وكثر عدد المضاربين مما أدى إلى قفزات في حجم التعامل حيث كان الحد الأدنى للصفقة الواحدة ما بين 50 - 100 ألف سهم وتضاعفت أسعار الأسهم أكثر من 50 مرة ما بين اليوم والليلة [3] .

ومع التوسع في نظام البيع الآجل والاقتراض من البنوك لتمويل ذلك البيع ، بدأت تعقد صفقات ويسدد ثمنها بشيكات ليس لها رصيد في البنوك . وعندما امتنعت البنوك عن سداد تلك الشيكات ، تراجعت أسعار الأسهم وتدنى حجم التداول إلى 72 مليون سهم في سبتمبر 1982 ، وتوقف الكثيرون عن دفع قيمة شيكاتهم المترتبة على المعاملات وعقود البيع الأجل ، وعجز المتعاملون عن دفع الالتزامات المالية التي تعهدوا بها نتيجة تشابك الحقوق والالتزامات .

وكانت النتيجة حدوث " أزمة المناخ " التي تمثلت في شيكات آجلة لحوالي 5500 شخص وشركة بعدد 29000 شيك بقيمة إجمالية 88 مليار دولار تقريباً [4] .

---

[1] سوق المناخ مأخوذ من المكان الذي كانت تناخ فيه جمال التجار المحملة بالبضائع والقادمة من الشام والعراق والحجاز حيث مكان عقد الصفقات وإجراء المقايضات .

[2] www.arabtimes.com/arab%20con/kuwit/doc/8.html

[3] د. أحمد محيي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 525 - 532 .

[4] www.arabtimes.com/arab%20con/kuwit/doc/8.html

### 2-2-5 عرض تحليلي لأسباب حدوث الأزمة

من خلال العرض التفصيلي لأزمة سوق المناخ يتضح لنا أن الأسباب التي أدت إلى هذه الأزمة هي :

أولاً : عدم وجود مجالات للاستثمار تستوعب فائض القدرة على التمويل .

ثانياً : ظاهرة الشركات الخليجية والشركات الكويتية المقفلة .

ثالثاً : ضعف الرقابة والتنظيم وسلبية السلطات المختصة .

رابعاً : وجود سوقين للتعامل في الأوراق المالية .

خامساً : التوسع في البيع الآجل .

سادساً : الدور السلبي لسماسرة سوق المناخ [1] .

وسنقوم بتحليل أسباب الأزمة على النحو التالي :

**أولاً : عدم وجود مجالات للاستثمار تستوعب فائض القدرة على التمويل**

نتيجة لارتفاع أسعار النفط عالمياً خلال السبعينيات ، زادت إيرادات الحكومة النفطية ، وأخذت الدولة على عاتقها تقديم كافة الخدمات الأساسية للمواطن على حسابها كالتعليم والصحة والخدمات الاجتماعية والإسكانية ، فتضاعف حجم الإنفاق الحكومي على الخدمات خمس مرات مقارنة بما كان عليه في الستينيات ووصل نصيب الفرد من هذا الإنفاق في السنة المالية 83 / 84 أكثر من ألفي دولار ، وهذا الإنفاق الحكومي المتعاظم أدى إلى وجود فائض في أيدي المواطنين استخدم في شراء الأسهم والعقارات في ظل عدم وجود مجالات استثمار حقيقية تستوعب هذا الفائض مما أدى إلى رفع الأسعار .

وإلى جانب هذا الإنفاق الحكومي على الخدمات الأساسية قامت الحكومة من خلال برنامج القسائم والقروض بإعطاء المواطن قسيمة أرض وقرضاً بخمسون ألف دينار لبناء فيلا سكنية وقد ذهب جزء كبير من هذه القروض إلى شراء أسهم ، ورهنت الأراضي أو بيعت واستخدم ثمنها في شراء الأسهم رغبة في الربح السريع [2] .

ونظراً لأن إيرادات الحكومة النفطية بالدولار وموجود بالخارج ويحول جزء منه إلى عملة محلية ، فمن الطبيعي أن تكون التطورات النقدية والمالية العالمية ذات تأثير على حجم الأموال المحولة من الخارج إلى الداخل ، والذي حدث في هذه الفترة أن جملة عوامل طاردة في الأسواق الخارجية ساهمت

[1] د. أحمد محيي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 537 .

[2] www.arabtimes.com/arab%20con/kuwit/doc/8.html

في رجوع أموال الكويتيين إلى الكويت مما زاد حجم وسائل الدفع المتاحة في الاقتصاد الكويتي ومن هذه العوامل :

أ ـ انخفاض أسعار الفائدة على الدولار .

ب ـ الهزات التي شهدتها أسواق الصرف العالمية ، وما نتج عنها من خسائر ضخمة لمواطنين ومؤسسات اقتصادية من جراء المضاربة على أسعار العملات .

مثل هذه العوامل جعلت المواطنين الكويتيين يقللون نسبة استثماراتهم بالخارج فعادت الأموال إلى الداخل مما زاد نسبة السيولة المحلية عن الطاقة الاستيعابية للاقتصاد المحلي فاستخدمت هذه التدفقات في تأسيس الشركات الخليجية وفي المضاربات في سوق المناخ [1] .

**ثانياً : ظاهرة الشركات الخليجية والكويتية المقفلة**

في العرض التفصيلي لأزمة سوق المناخ أشرنا إلى القيود التي فرضت من الحكومة الكويتية عام 1977 على تأسيس شركات مساهمة جديدة في جميع القطاعات ، ولجوء المستثمرون الكويتيون إلى الدول المجاورة كالإمارات والبحرين وتأسيسهم 42 شركة خليجية حتى نهاية 1981 ، وتأسيسهم 99 شركة كويتية مقفلة ( غير مدرجة في البورصة ) ما بين يناير 1981 وأكتوبر 1982 ، ومعظم هذه الشركات لم تهدف إلى إقامة مشروعات منتجة بقدر ما هدفت إلى الربح السريع عن طريق المضاربة بها في سوق المناخ ، وهناك دلائل كثيرة على ذلك :

**الشركات الخليجية**

أ ـ إن منع تأسيس شركات مساهمة جديدة كان بسبب أن الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الكويتي لم تعد تسمح بمشروعات ذات جدوى اقتصادية معتبرة ، بهذا المفهوم كان يجب تأسيس هذه الشركات في دول ذات طاقة استيعابية أكبر وموارد مالية أقل نسبياً كمصر وسوريا والسودان فيكون لها جدوى ، أما أن تؤسس في دول لها نفس خصائص الاقتصاد الكويتي وذات طاقة استيعابية أضيق ، فإن هذا دليل على أن النشاط الإنتاجي الحقيقي لم يكن الهدف من إقامة هذه الشركات في تلك الدول .

ب ـ معظم هذه الشركات لم يظهر له أي منجزات تدل على أنها أعمال استثمارية جادة ولم يتم تحقيق أي مردود اقتصادي أو تجاري ملموس منها . حسب التفصيل التالي :

1. معظم هذه الشركات ذات حجم صغير أو متوسط وأقسام وعناصر إداراتها لا تدل على أنها أداة استثمارية جادة .
2. معظم هذه الشركات تم تداول أسهمها في السوق وهي مازالت تحت التأسيس أو باشرت نشاطها لتوها .

[1] د. أحمد محيي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 560 ، 561 .

3. لم تؤسس هذه الشركات بناء على دراسات جدوى جادة فالطاقة الإنتاجية لشركات الأسمنت مثلاً أكبر من حجم استهلاك دول الخليج كلها ، وإذا أرادت التصدير فإن تكلفة النقل ستكون عالية بالإضافة إلى المنافسة .
4. إصدار ميزانيات وتقارير مالية لهذه الشركات غير معتمدة من أي جهة محايدة .

جـ ـ أسلوب إدارة هذه الشركات وطريقة الاكتتاب فيها قصد بها السماح لمؤسسي هذه الشركات بالمضاربة بلا قيود في رأس مال هذه الشركات لجني أرباح عاجلة ثم التخلص من أسهمها والهروب من السوق ، ويؤكد هذا الاتهام عدد من الأدلة منها [1] :

**1.** عند الاكتتاب يتم طرح نسبة بسيطة للاكتتاب العام ويحتفظ المؤسسون بباقي الأسهم ، ثم يساهم المؤسسون في الاكتتاب العام باسم أشخاص يتبعون لهم مباشرة والغرض من ذلك :
   - اكتساب صفة شركة المساهمة العامة أمام السلطات بينما هي في الحقيقة شركة مقفلة .
   - احتفاظ المؤسسين بالسيطرة على قرارات الشركة .
   - التحكم في عرض أسهم الشركة في سوق المناخ للإيحاء بندرة الأسهم والمضاربة على رفع سعرها .

**2.** تسمح عقود تأسيس هذه الشركات ضمنياً للأعضاء المؤسسين ببيع أسهمهم دون قيود بمجرد استكمال تأسيس الشركة قانونياً .

**3.** معظم الكويتيين يشتغلون بالاتجار في العقار منذ فترة طويلة ولم يكن هناك ضرورة لأن تنشأ شركات مساهمة عامة لهذا الغرض ، خاصة وأن ما بين 40 ـ 95 % من رأس مال هذه الشركات تم تغطيته بواسطة المؤسسين مما يعني أن الهدف الأصيل من ذلك هو الاستفادة من بيع الأسهم للمضاربين الذين يجرون وراء الأسهم بصرف النظر عن محتوى الشركة وأهدافها الاقتصادية .

**4.** أنشأت هذه الشركات مكاتب فرعية في الكويت تعمل فعلياً بصفة المكتب الرئيسي للشركة وتقوم بكافة نشاط هذه الشركات .

**الشركات الكويتية المقفلة**

الشركات المقفلة هي شركات لا تطرح أسهمها للجمهور في اكتتاب عام ويمنع إدراج الأوراق المالية لهذه الشركات في التسعيرة والتداول وتم تأسيس 99 شركة منها بين يناير 1981 وأكتوبر 1982 [2] .

والذين اكتتبوا في هذه الشركات كلهم من معارف المؤسسين وأقاربائهم وعدد من المسئولين بحكم مواقع عملهم ولم تعترض وزارة التجارة والصناعة على تداول أسهم هذه الشركات المقفلة في الوقت

[1] د. أحمد محيي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 541 ـ 544 .

[2] www.arabtimes.com/arab%20con/kuwit/doc/8.html

الذي كانت فيه السوق تئن من وطأة التداول غير الطبيعي لأسهم الشركات الخليجية مما أدى إلى زيادة حجم المضاربات في سوق المناخ .

**ثالثاً : ضعف الرقابة والتنظيم وسلبية السلطات المختصة** [1]

يمكن القول بأن القرارات الحكومية ، وسلبية السلطات المختصة في التعامل مع الأحداث من بداياتها ، وضعف الرقابة والتنظيم أدت إلى تفاقم الأزمة . وذلك على النحو التالي :

أ ـ الإجراءات والقرارات التي اتخذتها الحكومة في أزمة 1976 كانت لتقليل الخسائر وتخفيف الأعباء المالية عن المساهمين المتضررين ، إلا أن هذه الإجراءات كان لها آثار سلبية على سوق المناخ إذ ساعدت في تأكيد الانطباع بمسئولية الدولة في تحمل المخاطر الاستثنائية التي يتعرض لها المتعاملون في البورصة ، وهذا الانطباع عزز توقعات المتعاملين بأن الأسعار ستستمر في الارتفاع وأن الدولة لن تسمح بانهيار السوق لأنه يهدد الاستقرار الاقتصادي والبنيان الاجتماعي في الكويت ، ويضعف سمعة الكويت المالية عالمياً .

ب ـ القرار رقم 90 / 1982 والذي أطلق حرية البيع الآجل بعد أن كان موقوفاً بنص القانون ساهم في زيادة حدة الأزمة .

جـ ـ عندما زادت المضاربات دون أي رشد اقتصادي توقع المختصون حدوث الانهيار وطالبوا الدولة بالتدخل لوقف هذه التعاملات والممارسات الخاطئة ، ولكن ارتفعت أصوات ضد هذا التدخل مستخدمة شعارات رنانة تذكر بأن دولة الكويت تنتهج الاقتصاد الحر ولا يجب الرجوع عن هذا المبدأ وتقييد حرية النشاط الاقتصادي ، إلا أن هذه النظرة لم تكن صائبة من عدة نواحي منها :

- أن بعض الحكومات الملتزمة بالمذهب الرأسمالي اضطرتها ظروف عملية إلى التدخل في النشاط الاقتصادي لمنع الاحتكار ، وبعض الحكومات التي تلتزم بالمذهب الشيوعي بدأت تتيح لأفرادها بعض صور التملك والحرية في مزاولة النشاط الاقتصادي ، أي أن المصلحة هي التي تحكم التدخل في النشاط الاقتصادي من عدمه وليس الشعارات البراقة .
- إن عدم تدخل الدولة لمنع تفاقم المشكلات بدعوى حرية النشاط الاقتصادي يعني حماية المخالفين للأنظمة التجارية من تطبيق القانون عليهم ، بما لا يسمح بتصحيح مسار النشاط الاقتصادي لزيادة معدلات التنمية .

د ـ سلبية السلطات في استخدام السياسات النقدية والمالية بالتحكم في نسبة السيولة المالية وتوجيه البنك المركزي إلى اتباع سياسة ائتمانية انكماشية والحد من القروض غير الإنتاجية .

---

[1] د. أحمد محيي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 545 - 549 .

هـ ـ افتقاد الدور التنظيمي والرقابي للحكومة على أنشطة البورصة مما سمح بكثير من المخالفات الصريحة للقوانين واللوائح التي تحكم التعامل مثل :

- عدم تطبيق الحظر القانوني المتعلق بتداول أسهم المؤسسين قبل مرور ثلاث سنوات على اكتمال تأسيس الشركة بدعوى أن الحظر مقصود به الشركات الكويتية المسجلة وفقاً لقانون الشركات الكويتي ، وأن التعامل في سوق المناخ يجري على أسهم شركات خليجية .
- قانون وزارة التجارة لعام 1977 الذي ينظم البيع الآجل يقضي بأن يدفع المشتري 10 % من ثمن الصفقة كحد أدنى والهدف من ذلك منع التصرف فيها قبل إتمام الملكية ، ولكن الذي كان يجري في سوق المناخ هو نقل ملكية الأسهم فوراً باسم المشتري مقابل شيك بتاريخ مؤجل .

ونتيجة لعدم الالتزام بنصوص القانون وافتقاد الدور التنظيمي والرقابي والسلبية في التعامل مع المشكلة من بدايتها ازدادت المضاربات وتضاعفت حدة الأزمة .

**رابعاً : وجود سوقين للتعامل في الأوراق المالية**

إن استقرار البورصة يتطلب وجود بورصة واحدة تخضع لقوانين ولوائح موحدة ، وتخضع لإشراف ورقابة حكومية ، ولكن في الكويت وجد سوقان أحدهما رسمي " سوق الكويت للأوراق المالية " وهو يخضع لقوانين ولوائح تنظم عمليات التداول ، والثاني غير رسمي " سوق المناخ " وهو لا يخضع لأي قوانين تنظم عمله سوى العرف السائد بين المتعاملين فيه .

وهذا الوضع أدى إلى زيادة حجم التداول في السوق غير الرسمية عن السوق الرسمية لتحررها من القيود الحكومية المفروضة على السوق الرسمية والتي تمنع تداول أسهم الشركات الخليجية ، وتمنع التصرف في الأسهم المؤقتة إلا بعد أن تصدر أول ميزانية على الأقل ، وتمنع تصرف المؤسسين في أسهمهم إلا بعد مضي ثلاث سنوات على تأسيس الشركة ، كما أتاح وجود سوق موازية غير منظمة فرصة للمضاربين لتجاوز القوانين المنظمة للسوق الرسمية [1] .

**خامساً : التوسع في البيع الآجل**

سبق الإشارة إلى أن سوق المناخ تميزت بالبيع الآجل حيث يتم نقل ملكية الأسهم من البائع إلى المشتري فوراً مقابل شيك بتاريخ مؤجل بسعر مرتفع يتحدد بناء على سعر السهم في السوق العاجلة مضافاً إليه الفائدة على الثمن المؤجل زائداً علاوة أخرى تمثل توقعات تحسن السعر في المستقبل ، وجاء القرار رقم 90 / 1982 والذي أطلق حرية البيع الآجل بعد أن كان موقوفاً بنص القانون ليضفي الشرعية على البيع الآجل .

---

[1] د. أحمد محيي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 537 - 550 .

وصلت معدلات الفائدة " الربا " [1] على الصفقات الآجلة في بعض الأحيان إلى أكثر من 60 % ، ولذلك زاد الفارق بين أسعار الأسهم في السوق الحاضرة والسوق الآجلة بدرجة كبيرة ، وقدرت الإحصاءات حجم الفرق عند انهيار السوق بعشرة مليارات دينار كويتي ، ورتب ذلك على المتعاملين التزامات كبيرة عجزوا عن سدادها ، وعندما انهار السوق تماماً بلغ عدد الشيكات الآجلة 29000 شيك بقيمة إجمالية 88 مليار دولار تقريباً [2] .

السؤال المتبادر إلى الذهن الآن هو لماذا لجأ المتعاملون إلى التعامل الآجل بهذه الكثافة ؟ ولماذا المغالاة في أسعار فائدة البيع الآجل ؟

هناك عدة إجابات محتملة لهذا السؤال نناقشها تباعاً :

أ ـ أن هذا يعتبر مؤشر على نقص السيولة . ولكن هذه الإجابة ينفيها تمتع الاقتصاد الكويتي بفائض القدرة على التمويل وزيادة في حجم السيولة المحلية كما سبق بيانه .

ب ـ أن ذلك حدث نتيجة لتوقعات بتحسن أعمال الشركات المصدرة للأسهم وتوقع بزيادة عائد الأوراق المالية وسعرها مستقبلاً . وينفي هذه الإجابة واقع الشركات الخليجية والكويتية المغلقة وقد سبق بيان حقيقتهما ، كما ينفيها سعر الفائدة الذي تمت به هذه الصفقات والذي يزيد من تكلفة الأسهم زيادة لا يمكن لأي سعر مستقبلي أو عائد مهما كان متفائلاً من تغطيتها .

جـ ـ إن ذلك تم للمضاربة في السوق الآجلة نفسها لتضاعف أسعار الأسهم في هذه السوق يوماً بعد يوم ، وقد تكون هذه الإجابة مقبولة إلى حد ما ، ولكن يضعف قبولها أن المضاربون أنفسهم لم ينتظروا موعد تسوية المعاملات وتحصيل شيكاتهم الآجلة لعلمهم أن هذا الوضع لن يستمر .

د ـ الإجابة الأخيرة التي يدل عليها واقع الحال والمرجحة لدى كثير من الفعاليات الاقتصادية الكويتية هي أن صفقات البيع الآجل لم تكن صفقات استثمارية ، بل هي نوع من أنواع التمويل باهظ التكاليف " الربا " ، والغرض منها تأمين السيولة النقدية ببيع الأسهم المشتراة بشيكات آجلة نقداً لمواجهة استحقاقات أو أنشطة جديدة .

يمكن القول صراحة بأن الصفقات الآجلة القائمة على " الربا " كانت الوقود المغذي لعملية المضاربة بكل سلبياتها على الاقتصاد الكويتي والسوق الرسمية ، وعلى الأفراد حيث أدت إلى إفلاس 6500 متعامل حلت مواعيد تصفية معاملاتهم ، فاضطروا إلى بيع ما بحوزتهم من أسهم بأسعار نقدية تقل عن ربع القيمة التي اشتريت بها وفقدوا بالتالي ممتلكاتهم التي رهنوها [3] .

---

[1] كلمة " الربا " المستخدمة خلال تحليل التوسع في البيع الآجل إضافة من الباحث وغير موجودة في المصدر .

[2] د. أحمد محيي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 561 .

- www.arabtimes.com/arab%20con/kuwit/doc/8.html

[3] د. أحمد محيي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 562 - 564 .

وهذا هو العقاب الذي توعد به ربنا سبحانه وتعالى الذين يتعاملون بالربا كما جاء في كتابه الحكيم **" يَمْحَقُ اللّهُ الْرِّبَا وَيُرْبِي الصَّدَقَاتِ "** [1] .

**سادساً : الدور السلبي لسماسرة سوق المناخ**

لإقامة بورصة فعالة ومستقرة لابد أن يتوفر لدى القائمين على البورصة والسماسرة والمتعاملين حد أدنى من التفهم للدور التنموي للبورصة باعتبارها أداة لاستقطاب المدخرات وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة ، وعدم وجود هذا القدر من الفهم يجعل فئة من الوسطاء " الدلالون في سوق المناخ " تنفصل أهدافهم وأفكارهم عن الأساس النظري لقيام البورصة والهدف من إنشائها ، مما يؤدي إلى تعارض في الأهداف والمقاصد يهدد استمرار واستقرار البورصة .

وما حدث في سوق المناخ أن مكاتب السمسرة افتقدت الشرعية القانونية حين مارست نشاط الوساطة المالية لأن الترخيص صادر لها بمزاولة بيع وشراء العقارات ونتج عن ذلك العديد من السلبيات التي أدت إلى انهيار السوق ومن أهمها ما يلي :

أ ـ تمتع هؤلاء الدلالين بحرية كاملة دون ضوابط تقيدها أو رقابة ترشدها ، فعملوا في تداول أسهم الشركات الخليجية والشركات الكويتية المقفلة بالمخالفة للقوانين الصريحة في هذا الشأن .

ب ـ هؤلاء الدلالين ليسوا في وضع يسمح لهم بتقديم المشورة الفنية لعملائهم لأنهم غير مؤهلين علمياً ولا عملياً وتوارثوا مهنة الدلالة عن آبائهم .

جـ ـ شكل هؤلاء السماسرة مع كبار المضاربين ومؤسسي الشركات الخليجية قوة اقتصادية نافذة ذات مصالح مترابطة تستفيد من ظاهرة الشركات الخليجية وظاهرة البيع الآجل ، وتعمل على استمرارية المضاربة وتجني من وراء ذلك الكثير من الأرباح .

وبصورة أخرى يمكن القول بإن العلاقات الوطيدة التي تحكمها المصالح المترابطة بين كبار السماسرة وأصحاب الشركات الخليجية والمضاربين ، جعلت هؤلاء السماسرة يلعبون دوراً في تبادل أسهم الشركات القائمة والترويج لأسهم الشركات الجديدة ، وأصبح هؤلاء السماسرة أداة لتنفيذ أغراض مؤسسي الشركات الخليجية وكبار المضاربين في التخلص من بعض أو كل أسهمهم في غاية من الكتمان والهدوء حفاظاً على المصالح المتبادلة بينهم ، وهكذا ساهم السماسرة في إحداث أزمة سوق المناخ [2] .

**خلاصة الفصل :** يتبين من العرض المجمل لأزمات البورصات العربية والدولية ، والدراسة التفصيلية والتحليلية لأزمة سوق المناخ بالكويت أن جميع الأزمات تشترك في واحد أو أكثر من الأسباب الظاهرية المتمثلة في البيع الصوري ، الاحتكار ، اتفاقيات التلاعب ، استغلال السماسرة لثقة العملاء .

[1] سورة البقرة ، الآية 276 .

[2] د. أحمد محيي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 566 - 568 .

غير أن هناك سبب جوهري مشترك في جميع الأزمات لا يتطرق إليه أحد من الكتاب الاقتصاديين رغم أنه شديد الوضوح ، هو أن معظم الآليات التي تقوم عليها تلك البورصات تتسم بالفساد المؤسسي الممنهج والمعترف به من أنظمة البورصات المختلفة ، يتمثل في إقرار الربا والمقامرة " المضاربة بمفهومها الغربي " كأساس في تعاملات البورصة .

هنا يظهر دور المبادئ القيمية والأخلاقية في ضبط أداء أي نظام اقتصادي ، وهذه هي عظمة النظام الاقتصادي الإسلامي الذي يحرم الربا والمقامرة والاحتكار بما يحفظ على الناس أموالهم من الضياع .

# الفصل السادس

# التأصيل لإقامة بورصة إسلامية تنموية ومؤشر للأسعار

# الفصل السادس

# التأصيل لإقامة بورصة إسلامية تنموية

# ومؤشر للأسعار

في الفصل السابق عرفنا ما أحدثته البورصات القائمة على أساس الفكر الرأسمالي من أزمات اقتصادية في مختلف أرجاء العالم ، وتبين أن سبب هذه الأزمات يرجع إلى فساد معظم آلياتها .

وفي هذا الفصل سأجتهد في وضع تصور للبورصة من منظور إسلامي قادرة على القيام بوظائف البورصة التقليدية المتمثلة في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار لتحقيق التنمية الاقتصادية ، وكذلك تصور لإنشاء مؤشر إسلامي لأسعار الأسهم . وذلك من خلال ثلاث مباحث :

**المبحث الأول : التأصيل للبورصة وفق قيم ومبادئ الاقتصاد الإسلامي .**

**المبحث الثاني : إقامة بورصة إسلامية تنموية .**

## المبحث الثالث : إنشاء مؤشر إسلامي لأسعار الأسهم .

### المبحث الأول

### التأصيل للبورصة وفق قيم ومبادئ الاقتصاد الإسلامي

إن التأصيل للبورصة لا يتطلب مجرد هيكل تنظيمي وإداري يحاكي النموذج الغربي للبورصة مع إدخال بعض التعديلات في القواعد والإجراءات التي تنظم العمل بها لجعلها تتماشى مع مبادئ وقواعد الاقتصاد الإسلامي من الناحية الشكلية دون تحقيقها لمضمونه وأهدافه من الناحية العملية .

كما أنها لا تعني أن تخطف البورصات القائمة وفق النموذج الغربي والتي تتمتع بتجهيزات ورؤوس أموال ضخمة وإمكانيات تسويقية جذابة المنهج الإسلامي الأصيل ليتم إجهاضه عملياً وتحويله إلى مجرد منتج ربوي ( غير شرعي ) بمسمى إسلامي .

إنما المقصود بالتأصيل هو أن تقوم بورصة استناداً على قيم ومبادئ الاقتصاد الإسلامي لتلبي الأهداف والمتطلبات التعبدية والشرعية لمجتمعاتنا الإسلامية على وجه

الخصوص ، كما تحقق المتطلبات الاقتصادية والتنموية لمجتمعاتنا ولجميع المجتمعات الإنسانية على وجه العموم .

وذلك من خلال ثلاث نقاط :

**6-1-1 إضافة وظائف جديدة للبورصة .**

**6-1-2 وضع آليات تنظيمية متوافقة تماماً مع قيم ومبادئ الاقتصاد الإسلامي .**

**6-1-3 إيجاد بدائل شرعية لمعاملات البورصة المحرمة .**

### 6-1-1 إضافة وظائف جديدة للبورصة

بداية يجب التنويه والتأكيد على أن النظام الاقتصادي الإسلامي منظومة متكاملة وكل لا يتجزأ تترابط وتتكامل أحكامه مع العقيدة الإسلامية والمفاهيم الأساسية النابعة عنها ، ومع النظام الاجتماعي والسياسي ، والتشريع الجنائي وما نصه من أحكام وعقوبات على الانحرافات ومنها الانحرافات الاقتصادية [1] .

وهو ما أمر به الله تعالى عباده المؤمنين بقوله " **يَاأَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُواْ ادْخُلُواْ فِي السِّلْمِ كَآفَّةً** " [2] ، يقول ابن كثير يأمر الله عباده المؤمنين به المصدقين برسوله ، أن يأخذوا بجميع عرى الإسلام وشرائعه والعمل بجميع أوامره ، وترك جميع زواجره ما استطاعوا من ذلك [3] .

بهذا الشمول والترابط والتكامل يحقق النظام الاقتصادي الإسلامي نتائجه على الجانبين التعبدي والمادي ، وعلى المستويين العام والخاص والمستويين القومي والدولي ، لأنه ليس من الطبيعي أن يعمل جزء من المنظومة بمعزل عن باقي الأجزاء ويتصور له أو يطالب بأن يحقق كامل النتائج المرجوة منه . هذا لا يعني دعوة للتقاعس عن محاولة تغيير الواقع الاقتصادي ولو جزئياً ، وإنما يعتبر حافزاً ودافعاً على أن تبذل الجهود البحثية والتطبيقية المخلصة في كافة المجالات والقطاعات حتى وإن كانت تتم بصورة جزئية لأنه بضم الأجزاء إلى بعضها ستظهر المنظومة الكاملة التي ننشد .

إن إقامة بورصة فعالة ومستقرة يتطلب حداً أدنى لمفهوم وظائف وأهداف البورصة باعتبارها سوق مستمرة لتداول الأسهم بيعاً وشراءاً وأداة لجذب المدخرات وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة [4] .

استناداً على هذا الحد الأدنى لمفهوم وظائف وأهداف البورصة ، وعلى التعريف الاصطلاحي للبورصة الإسلامية الذي يتضمن المشاركة في ملكية الشركات المساهمة للحصول على الربح الناتج من النشاط [5] ، فإنه يمكننا إضافة وظيفتين جديدتين للبورصة تساعدان في تحقيق أهداف البورصة .

---

[1] د. نعمت عبد اللطيف مشهور ، التنمية والتخطيط في الإسلام ، مرجع سابق ، ص 93 - 96 .
[2] سورة البقرة ، الآية 208 .
[3] محمد علي الصابوني ، مرجع سابق ، ج 1 ص 85 .
[4] د. أحمد محيي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 24 ، 567 .
- د. محمد محمود عبد ربه ، مرجع سابق ، ص 7 .
[5] انظر ص 8 من هذا البحث .

**أ ـ البورصة مسؤولة عن صحة دراسات الجدوى**

لضمان استقرار البورصة وبث الثقة بين المتعاملين فيها يجب أن تكون البورصة مسئولة عن صحة دراسات الجدوى للشركات التي تطرح أسهمها للاكتتاب ، وألا يقتصر دورها على مراجعة واعتماد دراسات الجدوى المقدمة من المكاتب الاستشارية لتلك الشركات لأنها معدة بطريقة تخدم مصلحة ورغبات المؤسسين .

ويرى الباحث أن هذه المهمة الجديدة للبورصة يمكن تحقيقها باستحداث لجنة تضاف إلى لجان البورصة ، تضم في عضويتها أطراف محايدة ذات خبرة عالية في المجال الاقتصادي بالإضافة إلى ممثلين للجهات المعنية كوزارات الاقتصاد والتجارة والمالية وهيئة الاستثمار وممثل للبنك المركزي وأي خبرات أخرى ضرورية .

وتختص هذه اللجنة بالتعرف على الفرص الاستثمارية المتاحة في جميع القطاعات الاقتصادية الإنتاجية والخدمية بصورة مستمرة وذلك بهدف :

1. تقديم دراسات جدوى للمجالات الحيوية التي تخدم خطة التنمية الاقتصادية وتتطلب ضخ الاستثمارات فيها .
2. تحديد المجالات الاقتصادية المتشبعة بالاستثمارات ولا تحتاج إلى مزيد من الاستثمارات .
3. وضع قائمة بالمشروعات التي لها نتائج سلبية من الناحية الاجتماعية والصحية والبيئية لعدم الترخيص لمثلها مستقبلاً .
4. تقييم دراسات الجدوى للشركات التي تطرح أسهمها للاكتتاب والمقدمة من المكاتب الاستشارية بما يخدم خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية ويحقق مصلحة المكتتبين .
5. التنسيق مع الجهات المعنية لمنح امتيازات جمركية وضريبية للشركات التي تعمل في المجالات الحيوية التي تتطلبها خطة التنمية .
6. تحديد البيانات المطلوب تضمينها نشرة الاكتتاب أو زيادة رأس المال .
7. وضع الضوابط والقيود للحصص العينية والمزايا الممنوحة للمؤسسين ومصاريف التأسيس والإصدار لمنع التلاعب والتضليل وعدم الشفافية في عمليات الاكتتاب .

ويكون لهذه اللجنة كافة الصلاحيات في رفض طلبات الشركات الجديدة أو الشركات التي تطلب زيادة رأس مالها ، ولها الحق في إجراء التعديلات اللازمة على دراسات الجدوى بما في ذلك تعديل قيمة الاكتتاب ، أو اتخاذ أي إجراء آخر تراه مناسباً .

**ب ـ اهتمام البورصة بالتعاون والتكامل مع البنوك الإسلامية**

البنوك الإسلامية هي واحدة من الأجهزة المالية التي تقوم بتمويل النشاط التجاري والإنتاجي بطرق شرعية ولا تقدم القروض بفائدة ، وبالعمل على تحفيز البنوك الإسلامية لتقوم بالاستثمار المباشر عن

طريق المشاركة في تنفيذ المشروعات الإنتاجية فإنها تتكامل مع البورصة في عملية التنمية الاقتصادية .

كما يمكن للبنوك الإسلامية أن تقوم بتسويق الإصدارات الجديدة والتعهد بتغطية الاكتتاب فيها وخاصة أنها الأقدر على القيام بهذا الدور لأن عملائها في غالبيتهم لا يهتمون بمعدلات الربح بقدر ما يحرصون على أن يكون الربح حلالاً .

**2-1-6 وضع آليات للبورصة متوافقة تماماً مع قيم ومبادئ الاقتصاد الإسلامي**

إن وظيفة البورصة المتعلقة بمسئوليتها عن صحة دراسات الجدوى الاقتصادية للشركات الجديدة على درجة عالية من الأهمية في ضبط الاكتتاب في السوق الأولية ، ولكن بعد أن تبدأ الشركات نشاطها يتم تداول أسهم تلك الشركات في السوق الثانوية بيعاً وشراءً باعتبارها تمثل استثمار قائم بالفعل ويتعرض لفرص الربح ومخاطر الخسارة . ومن هنا تبرز أهمية وضع آليات للبورصة متوافقة تماماً مع قيم ومبادئ الاقتصاد الإسلامي لضبط السوق الثانوية ، ومنع التعاملات غير الشرعية ، والممارسات غير الأخلاقية ، لتجنب الأزمات الاقتصادية الناتجة عن الآليات الفاسدة المعمول بها في البورصات القائمة.

هذه الآليات يمكن تقسيمها إلى :

أ ـ آليات تتعلق بالشركات المصدرة للورقة المالية .

ب ـ آليات تتعلق بالورقة المالية .

جـ ـ آليات تتعلق بعمليات التداول .

د ـ آليات تنظيمية وجزائية .

**أ ـ آليات تتعلق بالشركات المصدرة للورقة المالية .**

الأصل في البلاد الإسلامية عدم قيام شركات تتعامل بالربا أو ذات نشاط محرم ، ليس هذا فحسب ولكن يجب أن تكون الإجراءات التي تنظم العلاقة فيها مع الغير أو بين الشركاء ( مالكي الأسهم ) متوافقة تماماً مع المبادئ العامة للشريعة الإسلامية التي تحرم الغش والظلم وأكل أموال الناس بالباطل .

فيما يلي بعض الآليات المتعلقة بالشركات :

1. عدم الموافقة على إنشاء الشركات الجديدة إذا كان الغرض الذي قامت الشركة من أجله غير مشروع أو وسائل تمويلها غير مشروعة .
2. منع تداول أسهم الشركات القائمة فعلاً والتي تتعامل بالربا أو نشاطها محرم .

3. وضع حد أقصى لما يمتلكه المساهم من أسهم الشركة الواحدة لترك فرصة لذوي الدخول المنخفضة للمساهمة في ملكية الشركات والاستفادة من عوائدها.
4. وضع حد أقصى لمكافأة أعضاء مجلس الإدارة ، وكذلك رواتب الأعضاء التنفيذيين منهم حتى لا تستهلك الربح .
5. إلغاء النص والإجراء المتعلقتين بعدم تحمل الشركاء في الشركات المساهمة خسائر تفوق ما يملكونه من أسهم .
6. تعديل طريقة التصويت لاختيار أعضاء مجلس الإدارة ليكون لكل مساهم صوت واحد مهما بلغ عدد الأسهم التي يملكها لمنع إضرار الأغلبية بحقوق الأقلية .

**ب ـ آليات تتعلق بالورقة المالية .**

1. قصر التداول على الأسهم العادية للشركات التي لا تتعامل بالربا وأنشطتها مباحة دون سواها من الأسهم .
2. منع التداول على الأسهم العادية التي لم تسدد قيمتها الاسمية بالكامل .
3. وقف التداول على أسهم الشركات التي أشهر إفلاسها [1] .
4. حظر التداول على الأسهم المرهونة والمحجوزة والمفقودة [2] .
5. منع تداول السندات بجميع أنواعها .

**جـ ـ آليات تتعلق بعمليات التداول .**

1. قصر التعامل على العمليات العاجلة الفورية التي يتم فيها نقل الملكية بصورة فعلية وبتسليم المشتري الأسهم ويحصل البائع على الثمن .
2. حظر العمليات العاجلة التي تقوم على الاقتراض من السمسار .
3. حظر جميع العمليات الآجلة .

**د ـ آليات تنظيمية وجزائية .**

1. يصرح لرؤوس الأموال الخارجية بالتعامل في السوق الأولية وفقاً لخطة التنمية ، ويحظر عليها التعامل في السوق الثانوية .
2. منع البنوك من تقديم ائتمان يستخدم في عمليات شراء الأسهم .
3. إلزام الشركات بتقديم نماذج شهرية موحدة بالبيانات التي تطلبها البورصة لتقوم بنشرها لجميع المتعاملين لضمان صحة المعلومات والقضاء على الشائعات .
4. توحيد القيمة الإسمية لأسهم جميع الشركات عند الإصدار وأن تكون هذه القيمة في متناول الجميع 10 جنيهات مثلاً لتجنب تأثير الوزن النسبي لسعر السهم على مؤشر الأسعار .

---

[1] د. أحمد محيي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 628 .
[2] المرجع السابق مباشرة ، ص 628 .

5. منع عمليات تجزئة الأسهم لما يشوبها من تلاعب .
6. العمل على إصدار قانون يجرم مضاربة البورصة ، والتأثير في الأسعار عن طريق إعلان بيانات كاذبة أو مضللة .

### 3-1-6 إيجاد بدائل شرعية لمعاملات البورصة المحرمة

إن إعطاء البديل المباح للمعاملة المحرمة سنة نبوية وهي من مقتضى الحكمة ، لأن النفس الإنسانية بطبيعتها يثقل عليها المنع ، فإذا قدم لها مع المنع البديل كان ذلك تسهيلاً لها لقبول الأوامر الشرعية [1] .

وعندما نتحدث عن البدائل يتبادر إلى الذهن سؤال : لماذا إيجاد بدائل , وليس تصحيح ما هو قائم ؟

يرى الباحث أن الإجابة تكمن في أن المعاملة التي أصلها مشروع والخلل أو العيب وقع في التطبيق أو الممارسة فإنه يمكن إزالة العيب وتصحيح الخلل مع بقاء المعاملة . أما إذا كانت المعاملة ممنوعة لذاتها لأن أصلها غير مشروع , فإنه لابد من تغيير حقيقة المعاملة من أصلها . والله تعالى أعلم .

ومجال البدائل المالية الشرعية لمعاملات البورصة المحرمة " السندات الربوية " واسع فهناك عدة بدائل يمكن استنباطها من العقود الشرعية مثل المضاربة والسلم والمساقاة والمزارعة والإجارة والاستصناع وغيرها من العقود الشرعية المطبقة في البنوك الإسلامية .

و فيما يلي مقترحات لعدد من البدائل المالية الشرعية لمعاملات البورصة المحرمة :

- **المضاربة ( القراض ) :** هي عقد بين طرفين على أن يدفع أحدهما نقداً إلى الآخر ليتجر فيه على أن يكون الربح بينهما على ما يتفقان عليه [2] .

**صكوك المقارضة :** هي أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال القراض ( المضاربة ) بإصدار صكوك ملكية يمثل مجموعها رأس المال ، وتسجل هذه الصكوك بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة.

يقوم العقد على أساس أن شروط التعاقد تحددها نشرة الإصدار وأن الإيجاب يعبر عنه الاكتتاب والقبول تعبر عنه موافقة الجهة المصدرة . وتكون صكوك المقارضة قابلة للتداول بعد انتهاء الفترة المحددة للاكتتاب مع مراعاة الضوابط التالية :

أ - إذا كان التداول قبل بدء مزاولة النشاط ، فإن تداول صكوك المقارضة يعتبر مبادلة نقد بنقد وتطبق عليه أحكام الصرف من التماثل والتقابض في المجلس بين الجنس الواحد وإلا اعتبرت الزيادة من ربا الفضل .

[1] د . أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 323 .
[2] السيد سابق , فقه السنة , مرجع سابق , ج 3 ص 327 .

ب - إذا أصبح مال القراض ديوناً تطبق على تداول صكوك المقارضة أحكام التعامل بالديون وحينئذ لا يجوز بيع الأسهم بثمن مؤجل لنهي الرسول صلى الله عليه وسلم عن بيع الدين بالدين .

جـ - أن من يتلقى حصيلة الاكتتاب في الصكوك لاستثمارها وإقامة المشروع بها هو المضارب ، ويكون شريكاً في الربح بعد تحققه بنسبة الحصة المحددة له في نشرة الإصدار .

د – لا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار ولا صك المقارضة الصادر بناءاً عليها على نص يلزم بالبيع ولو كان معلقاً أو مضافاً للمستقبل .

هـ - لا يجوز أن تتضمن نشرة الإصدار ولا الصكوك المصدرة على أساسها تحديداً للربح فإن وضع كان العقد باطلاً .

وتعتبر صكوك المقارضة من أنسب البدائل لمعاملات البورصة المحرمة , وقد أقر مجلس مجمع الفقه الإسلامي صكوك المقارضة في دورة مؤتمره الرابع في جدة في جمادي الآخرة 1408 هـ [1] .

- **السَلَم :** هو بيع موصوف في الذمة بثمن معجَل [2] .

**صكوك السَلَم :** هيئتها أن يقوم البنك بطرح صكوك سلم الغرض منها إنشاء مشروع تجاري ( مصنع أو متجر أو مباني سكنية .... ) وتقسم تكلفة المشروع إلى حصص وتطرح للاكتتاب ويكون البنك هو المسلم إليه ( البائع ) , وكل واحد من أصحاب الحصص هو المسلم أو رب السلم ( المشتري ) , والمسلم فيه هو المشروع التجاري . ويبين عند الاكتتاب وقت انتهاء المشروع , ويوضح في نشرة الاكتتاب أن البنك هو الذي سيتولى تشغيل المشروع والإشراف عليه نظير أجر متفق عليه .

- **المساقاة :** مفاعلة من السقي , وهذه التسمية لأن شجر أهل الحجاز أكثر حاجة إلى السقي لأنها تسقى من الآبار . وهي في الشرع دفع شجر مغروس أو غير مغروس مع أرض إلى من يغرسه فيها ويقوم بسقيه وما يحتاج إليه حتى يثمر , ويكون للعامل جزء مشاع من ثمر ذلك الثمر والباقي لمالكه [3].

**صكوك المساقاة :** صورتها أن يقوم البنك بشراء مزرعة شجر مثمر ويقسم ثمنها على حصص تصدر بها صكوك تباع للجمهور . ثم يتعاقد البنك مع شخص آخر ليقوم بسقي الشجر والقيام عليه بجزء مشاع معلوم من الثمر . ويجوز تداول هذه الصكوك لأن بيعها يعني بيع حصة مشاعة من مزرعة .

- **المزارعة :** هي دفع أرض وحب لمن يزرعه ويقوم عليه , أو دفع مزروع ليعمل عليه بجزء مشاع مما يخرج منها كالنصف أو الثلث أو أكثر أو أقل والباقي لمالك الأرض [4] .

**صكوك المزارعة :** هي أقرب ما يكون للمساقاة , والفرق بينهما أن المساقاة استثمار طويل الأجل نظراً لطول عمر الشجر واستمرار انتاجه , أما المزارعة فاستثمار قصير الأجل لأن المحاصيل الزراعية موسمية . والله تعالى أعلم .

---

[1] قرارات مجمع الفقه الإسلامي ، منظمة المؤتمر الإسلامي قرار 30 / 5 / 4 بشأن صكوك المقارضة وصكوك الاستثمار .

[2] الجزيري , الفقه على المذاهب الأربعة , مرجع سابق , ص 576 .

[3] السيد سابق , فقه السنة , مرجع سابق , ج 3 ص 307 .

[4] الجزيري , الفقه على المذاهب الأربعة , مرجع سابق , ص 620 .

**- الإجارة :** مشتقة من الأجر وهو العوض , ومنه سميَ الثواب أجراً . وفي الشرع عقد على المنافع بعوض , فلا يصح استئجار الشجر من أجل الانتفاع بالثمر لأن الشجر ليس منفعة ولا استئجار النقدين ولا الطعام للأكل , ولا يصح استئجار بقرة أو شاة لحلب لبنها لأن الإجارة تملك المنافع , وهي في هذه الحال تملُك اللبن وهو عين , والعقد يرد على المنفعة لا العين [1] . والمنفعة قد تكون منفعة عين كسكنى الدار أو ركوب سيارة..., وقد تكون منفعة عمل مثل عمل النساج والصباغ والبناء وغيرها من المهن.

والمالك الذي يؤجر المنفعة يسمى : مؤجراً .

والطرف الذي يبذل الأجر يسمى : مؤاجراً .

والشيء المعقود عليه المنفعة يسمى : مأجوراً .

والبذل المبذول في مقابل المنفعة يسمى : أجراً أو أجرة .

**صكوك الإجارة :** كأن يشتري البنك مجموعة من سيارات الأجرة أو أدوات النقل كالسفن والطائرات ثم يطرح قيمة هذه الممتلكات في شكل صكوك مقسمة لحصص بقدر رأس المال . ثم يتعاقد البنك مع من يعمل بهذه الوسائل تحت إشرافه وإدارته نظير أجر متفق عليه .

في كل البدائل السابقة المقترحة للمعاملات المالية الإسلامية يكون للبنك ربحان :

1. ربح من المشاركة في الملكية إن اشترك في رأس المال .
2. أجرة نظير إشرافه وإدارته للمشروع .

وليس معنى أن صكوك المقارضة من أنسب البدائل الشرعية لمعاملات البورصة المحرمة أن يقتصر عليها , أو على البدائل الأخرى التي تم عرضها , بل الواجب العمل على إيجاد أدوات مالية لباقي العقود الشرعية بشرط أن تتوافق مع قواعد إقامة الشركات في الفقه الإسلامي .

بهذا يتم تعظيم دور البورصة في دعم الاقتصاد العيني والبعد عن مبادلة الأموال التي لا تحقق أي قيمة مضافة للاقتصاد . وخاصة أن البدائل المالية الشرعية لمعاملات البورصة المحرمة لها فوائد عديدة منها :

1. بيان سعة شرع الله وأنه فيما أباح الله غنى وكفاية عما حرمه ، فلا توجد معاملة محرمة مما يحتاجها الناس إلا وفي شرع الله ما يغني عنها بتحقيق مصالحها والتخلص من مفاسدها .
2. إعانة المسلم على تحقيق تقوى الله بفتح باب من الحلال يغني عما حرم الله .
3. صلاحية هذا الدين لكل عصر مهما اختلفت الأحوال مصداقاً لكون الرسول صلى الله عليه وسلم خاتم الرسل [2] .
4. انتشار الزراعة والصناعة وتوسيع نطاقهما وهذا هدف في حد ذاته .
5. توفير فرص عمل لعدد أكبر من العاطلين مما يساعد في القضاء على البطالة .

---

[1] السيد سابق , فقه السنة , مرجع سابق , ج 3 ص 312 .

[2] د. أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ، ص 323 ، 324 .

6. وجود بدائل نابعة من عقيدتنا يجعلها ممثلة لواقع مجتمعاتنا الاقتصادية ، ومحققة لمتطلباتها الفعلية في إيجاد نشاط حقيقي يكون العمل المنتج أساسه لا النشاط النقدي الطفيلي ، كما يساعد على توسيع دائرة ملكية الأصول الإنتاجية لصغار المستثمرين من جميع فئات المجتمع [1] .

## المبحث الثاني

## إقامة بورصة إسلامية تنموية

أوضحنا منذ البداية أن هذا البحث ينشد إقامة بورصة على قيم ومبادئ الاقتصاد الإسلامي تلبي الأهداف والمتطلبات الروحية والمادية لمجتمعاتنا الإسلامية والإنسانية جمعاء .

وفي هذا المبحث نبين ضرورة التعاون والتكامل الاقتصادي بين الدول الإسلامية لإقامة بورصة إسلامية تنموية ، ونؤكد على أن البورصة الإسلامية قادرة على القيام بوظائف البورصة التقليدية المتمثلة في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار لتحقيق التنمية ، غير أنها منضبطة في عملها بالضوابط الشرعية . وذلك من خلال النقاط التالية :

### 1-2-6 مفهوم التنمية في الإسلام .

[1] د. أحمد محيي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 259 .

## 2-2-6 التعاون والتكامل الاقتصادي بين الدول الإسلامية ضروري لإقامة بورصة إسلامية تنموية .

## 3-2-6 قدرة البورصة الإسلامية على تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار لتحقيق التنمية .

### 1-2-6 مفهوم التنمية في الإسلام

من الناحية الظاهرية يتفق مفهوم التنمية في النظام الرأسمالي مع مفهوم التنمية في النظام الإسلامي فكلاهما يعتمد على استخدام العناصر الإنتاجية المتاحة بكفاءة وفي مقدمتها عنصري العمل ورأس المال لزيادة الدخل القومي أو زيادة متوسط دخل الفرد ، ولكن في الحقيقة الاختلاف بينهما كبير نتيجة الاختلاف في مدى التزام كل من النظامين بالقيم الروحية والعدالة الاقتصادية الاجتماعية .

فبينما يهدف النظام الرأسمالي إلى تحقيق الإشباع المادي عن طريق زيادة الإنتاج دون اعتناء باحتياجات الإنسان المعنوية والروحية ، نجد النظام الإسلامي يهتم بأن يكون الإشباع المادي متسقاً مع الإطار العقائدي والخلقي والبيئي للمجتمع ليضمن تقبل المجتمع لأهداف التنمية ومن ثم تفاعله وتعاونه في تحقيق هذه الأهداف [1] .

ومن هذا المنطلق ينبغي أن يكون للتنمية في الدول الإسلامية مفاهيمها الخاصة بالإضافة إلى مفهوم الاستخدام الأمثل للعناصر الإنتاجية المتاحة لزيادة الدخل القومي ، إذ أن التقوى والاستغفار والاستقامة هي من أساسيات التنمية الاقتصادية في المفهوم الإسلامي .

ويمكن إبراز مفهوم التنمية الاقتصادية في الإسلام على ضوء بعض الآيات القرآنية ، كقوله تعالى **" فَقُلْتُ اسْتَغْفِرُوا رَبَّكُمْ إِنَّهُ كَانَ غَفَّارًا يُرْسِلِ السَّمَاء عَلَيْكُم مِّدْرَارًا وَيُمْدِدْكُمْ بِأَمْوَالٍ وَبَنِينَ وَيَجْعَل لَّكُمْ جَنَّاتٍ وَيَجْعَل لَّكُمْ أَنْهَارًا " [2]** ، وقوله تعالى : **" وَلَوْ أَنَّ أَهْلَ الْقُرَى آمَنُواْ وَاتَّقَواْ لَفَتَحْنَا عَلَيْهِم بَرَكَاتٍ مِّنَ السَّمَاء وَالأَرْضِ وَلَكِن كَذَّبُواْ فَأَخَذْنَاهُم بِمَا كَانُواْ يَكْسِبُونَ " [3]** ، وقوله تعالى **" وَضَرَبَ اللّهُ مَثَلاً قَرْيَةً كَانَتْ آمِنَةً مُّطْمَئِنَّةً يَأْتِيهَا رِزْقُهَا رَغَدًا مِّن كُلِّ مَكَانٍ فَكَفَرَتْ بِأَنْعُمِ اللّهِ فَأَذَاقَهَا اللّهُ لِبَاسَ الْجُوعِ وَالْخَوْفِ بِمَا كَانُواْ يَصْنَعُونَ " [4] .**

ففي الآيات السابقة يلاحظ أن وفرة الرزق والخيرات دالة للاستغفار ، حيث يعد الله سبحانه وتعالى أهل القرى بالرزق الطيب عندما يخرجون من الذنوب بالاستغفار وسلوك طريق الإيمان والتقوى ، أما

---

[1] د. سعيد سعد مرطان ، مرجع سابق ، ص 246 ، 247 .
[2] سورة نوح ، الآية 10 - 12 .
[3] سورة الأعراف ، الآية 96 .
[4] سورة النحل ، الآية 112 .

إذا شاعت فيهم الغفلة عن طاعة الله سبحانه وتعالى وسلكوا طريق المعصية فإنهم سيكونون عرضة لسخطه وفقدان الطمأنينة والأمن [1] .

ولتحقق التنمية في النظام الإسلامي أهدافها فإنها تأخذ شكل عمل جماعي تعاوني بين الدولة وجميع شرائح المجتمع يرتكز على الدعائم التالية [2] :

1. عملية التنمية هي محصلة جهود تنمية الفرد والمجتمع من النواحي المادية والروحية والأخلاقية حتى يتحقق المستوى الأمثل للرفاهية الاقتصادية والاجتماعية في الدولة .
2. إعادة بناء الإنسان المسلم لأنه وسيلة التنمية وهدفها وذلك من خلال التربية والتعليم والبرامج التدريبية المستمرة وفق التعاليم الدينية لتنمية عنصر التقوى لديه ليصبح إنساناً رشيداً في سلوكياته الاستهلاكية والإنتاجية وعلاقاته مع الآخرين .
3. يحث الإسلام على العمل المنتج ويعتبره نوعاً من العبادة **" وَقُلِ اعْمَلُواْ فَسَيَرَى اللّهُ عَمَلَكُمْ وَرَسُولُهُ وَالْمُؤْمِنُونَ "** [3] .
4. تحريم الفائدة ( الربا ) في المجتمع الإسلامي يضمن تحول المدخرات وتوجيهها نحو المشاركة في جهود الدولة التنموية .
5. تحقيق العدالة في توزيع الدخل القومي الحقيقي وتخفيف التفاوت في توزيعه لرفع مستوى الرفاهية في الدولة .
6. تفضيل الاعتماد على الموارد الذاتية في عملية التنمية لتحقيق الاستقلال الاقتصادي وعدم اللجوء إلى طلب المعونات الأجنبية المشروطة التي تتعارض مع مفهوم السيادة الوطنية .
7. توثيق أواصر التعاون والتكامل الاقتصادي بين الدول العربية والإسلامية والعمل على إلغاء كافة القيود على انتقال رؤوس الأموال والمنتجات فيما بينها .

### 2-2-6 التعاون والتكامل الاقتصادي بين الدول الإسلامية ضروري لإقامة بورصة إسلامية تنموية

التعاون والتكامل بين الدول الإسلامية في جميع المجالات هدف إسلامي لقوله تعالى **" وَتَعَاوَنُواْ عَلَى الْبرِّ وَالتَّقْوَى وَلاَ تَعَاوَنُواْ عَلَى الإِثْمِ وَالْعُدْوَانِ "** [4] ، وتوحيد الأمة لتصبح كتلة في وجه التكتلات القائمة توجيه رباني لقوله تعالى **" إِنَّ هَذِهِ أُمَّتُكُمْ أُمَّةً وَاحِدَةً "** [5] .

والتعاون والتكامل الاقتصادي بين الدول الإسلامية له مبررات عديدة :

1. اختلاف الموارد البشرية فهناك دول كثيفة السكان ودول أخرى تعاني من قلة السكان [1] .

---

[1] د.عبد الرحمن يسري ، التنمية الاقتصادية والاجتماعية في الإسلام ، مؤسسة شباب الجامعة ، الأسكندرية ، 1401 هـ نقلاً عن د. سعيد سعد مرطان ، مرجع سابق ، ص 248 ، 249 .

[2] د. محمود حسن صوان ، مرجع سابق ، ص 228 - 231 .

[3] سورة التوبة ، الآية 105 .

[4] سورة المائدة ، الآية 2 .

[5] سورة الأنبياء ، الآية 92 .

2. اختلاف الموارد المالية فبعض هذه الدول ذات دخول وفوائض مالية مرتفعة كالدول البترولية ، بينما الغالبية تعاني من ندرة رؤوس الأموال وذات مديونيات كبيرة [2] .
3. ضيق نطاق الأسواق المحلية لهذه الدول لا يحفز قيام المشروعات الحديثة في معظم مجالات النشاط الاقتصادي لانخفاض عدد السكان [3] .
4. عدم قدرة هذه الدول على القيام بالمشروعات الحديثة منفردة والتي يتصف معظمها بعدم القابلية للتجزئة سواء من الناحية البيئية أو الاقتصادية وذلك لاعتبارات تتعلق بالحجم الأمثل للمشروع من جهة ولاعتبارات تتعلق بالتكنولوجيا من جهة أخرى [4] .
5. ضعف المركز التفاوضي والتنافسي لهذه الدول في مجال المعاملات الاقتصادية حيث تعتمد معظم هذه الدول على تصدير منتجات أولية زراعية أو استخراجية . كذلك تعتمد هذه الدول استيراد معظم مستلزمات الإنتاج من الخارج مما يؤدي إلى حدوث عجز دائم ومستمر في الميزان التجاري وميزان المدفوعات [5] .
6. أزمات النظام الرأسمالي المتلاحقة تسبب خسارة صافية للاستثمارات المباشرة والتوظيفات في الأسواق الغربية ، وأثرت على القيمة الحقيقية للأرصدة المودعة في المصارف الأجنبية [6] .

يضاف إلى المبررات السابقة أن التجمعات الإقليمية العربية ( مجلس التعاون لدول الخليج ، واتحاد المغرب العربي ، ومجلس التعاون العربي ) لم تحقق تقدم ملحوظ في مجال التكامل الاقتصادي ، بل أن هناك بعض الملاحظات التي يمكن أن تصل بنا إلى نتيجة مغايرة ، وهي أن التجمعات الإقليمية العربية هي بمثابة ظاهرة سلبية يمكن أن تؤدي إلى المزيد من الانقسام والتشطير في النظام العربي [7] ، وأهم هذه الملاحظات ما يلي :

1. الخلافات الحدودية بين دول كل تجمع . فيلاحظ أن هذه المشكلة يعاني منها مجلس التعاون الخليجي ـ ومثال ذلك الخلاف الحدودي بين السعودية وقطر ، وبين قطر والبحرين ـ وكذلك فإن الاتحاد المغاربي يعاني من التفكك بين أعضاءه بسبب آراء كل منهم بشأن الدولة الصحراوية .
2. رفض أياً من مجلس التعاون لدولة الخليج واتحاد المغرب العربي انضمام أعضاء جدد إليهما ، ومما يؤكد ذلك رفض مجلس التعاون الخليجي طلب العراق المتكرر للانضمام إليه ـ قبل

---

[1] د. صلاح الدين فهمي محمود ، العلاقات الاقتصادية الدولية في الإسلام ، القاهرة ، ب.ت ، ص 198 .
[2] المرجع السابق مباشرة ، ص 199 .
[3] المرجع السابق مباشرة ، ص 199 .
[4] د. إسماعيل شلبي ، التكامل الاقتصادي بين الدول العربية والإسلامية ضرورة ملحة ، محاضرة ألقيت بمركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي ـ الدورة التدريبية للمحررين الاقتصاديين 1997 ص 7 . نقلاً عن د. صلاح الدين فهمي محمود ، مرجع سابق ، ص 199 .
[5] د . صلاح الدين فهمي محمود ، مرجع سابق ، ص 199 .
[6] د. أحمد محيي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 667 .
[7] د. صلاح الدين فهمي محمود ، مرجع سابق ، ص 236 ، 250 .

نشوب حرب الخليج الثانية ، وكذا رفض الاتحاد المغاربي انضمام مصر إليه واكتفى بقبولها بصفة مراقب ، وهاتين الملاحظتين تنفيان أن تكون هذه التجمعات خطوة على طريق الوحدة الاقتصادية .

3. غياب أي آليات أو مؤسسات فعالة للتنسيق بين هذين التجمعين ، ومن ثم فقد تحولا إلى كيانين معزولين عن بعضهما .
4. أن الهدف من هذين التجمعين في المقام الأول سياسي وليس اقتصادي ، ومن ثم فإن أي تغير في العلاقات السياسية من شأنه هدم أياً منهما مثل ما حدث لمجلس التعاون العربي .
5. أن هذان التجمعان وإن كانا حدا من النزعة القطرية لدى أعضاءهما ، فإنهما ولدا نزعة إقليمية مما أدى إلى مزيد من الضعف للاتجاه القومي .

ما سبق من سلبيات بالإضافة إلى ضخامة احتياجات تمويل التنمية بدرجة يتطلب معها زيادة الموارد المالية المتاحة ، وفي ظل الظروف والمستجدات الاقتصادية العالمية المعقدة لدرجة يتحتم معها زيادة الاعتماد على أسواق مالية محلية ، يصبح التعاون والتكامل الاقتصادي بين الدول الإسلامية ضرورة لإقامة بورصة إسلامية تنموية .

**3-2-6 قدرة البورصة الإسلامية على تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار لتحقيق التنمية**

يعتقد البعض أن الضوابط والقيود الشرعية سوف تحول دون الكثير من الأنشطة السائدة في البورصات القائمة وفق النموذج الغربي ، وهذا صحيح بالنسبة لبعض الأنشطة التي ليست من متطلبات قيام أية سوق للأوراق المالية ، حيث أن واقع المعاملات الاقتصادية والمالية قد أثبت أن مثل تلك الأنشطة تضر بمجمل النشاط الاقتصادي واستقراره [1] .

ونحاول في هذا الجزء من البحث إظهار قدرة البورصة الإسلامية على القيام بوظائف البورصة التقليدية بكفاءة أكبر .

**أ ـ قدرة البورصة الإسلامية على تعبئة المدخرات**

للبورصة الإسلامية قدرة كامنة مستمدة من خصائص وميزات النظام العام المنبثقة عنه والتي تميزه عن كافة الأنظمة الأخرى فالوسطية والاعتدال من السمات الأساسية للنشاط الاقتصادي في الإسلام ، والاعتدال هو جوهر الرسالة الإسلامية في كل الأنشطة البشرية [2] . فالإسلام ينهى عن التقتير كما ينهى عن الإسراف وعن الاستهلاك حباً في الظهور والتفاخر ، قال تعالى **" وكُلُواْ وَاشْرَبُواْ وَلاَ**

[1] د. أحمد محيي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 698 .
[2] د. نعمت عبد اللطيف مشهور ، التنمية والتخطيط في الإسلام ، مرجع سابق ، ص 95 .
ـ د. محمد عمر شابرا ، نحو نظام نقدي عادل ، دار البشير للنشر والتوزيع ، الأردن ، ط2 ، 1990 ، ص 111 .

تُسْرِفُواْ إِنَّهُ لاَ يُحِبُّ الْمُسْرِفِينَ " [1] ، وقال تعالى " وَالَّذِينَ إِذَا أَنفَقُوا لَمْ يُسْرِفُوا وَلَمْ يَقْتُرُوا وَكَانَ بَيْنَ ذَلِكَ قَوَامًا " [2] .

وهذه الضوابط والقيود الربانية التي تحكم الاستهلاك تعتبر في ذاتها حافزاً على الإدخار ، لأن الإدخار يمثل ذلك الجزء من الدخل الذي لم يتم استهلاكه .

وهكذا نجد أن تعبئة المدخرات هدف جوهري في النظام الإسلامي وهو يطالب باستخدامها المنتج ، لتحقيق أهدافه الاقتصادية والاجتماعية [3] .

ولجعل السوق الإسلامية أكثر فاعلية في حث الأفراد على الإدخار وتعبئة وتوجيه مدخراتهم نحو الإنتاج لتحقيق التنمية فإن الأمر يتطلب :

1. بذل جهد مكثف لتنمية الوعي الادخاري بين الأفراد مع بيان أهمية استخدام هذه المدخرات انتاجياً وذلك من خلال الصحافة والإعلان والندوات والمناهج المدرسية في مراحل مبكرة [4] .
2. ولما كان من غير الممكن لكل واحد أن يستعمل مدخراته إنتاجياً فقد يكون من باب العمل بالتعاليم الإسلامية أن تقوم مؤسسات مالية منظمة بتعبئة المدخرات المعطلة وتوجيهها إلى استخدامات إنتاجية [5] .

**ب ـ قدرة البورصة الإسلامية على توجيه المدخرات نحو الاستثمار لتحقيق التنمية**

إن تكوين رأس المال باعتباره العامل الرئيسي المحدد للتنمية الاقتصادية لا يعني مجرد القدرة على الادخار فحسب بل يعني كذلك توجيه المدخرات نحو وجوه الاستثمار النافعة بما يخدم خطة التنمية ، وتجنب سوء استخدامها بقدر الإمكان [6] .

وكما كان النهي عن الإسراف والتبذير فإن اكتناز المدخرات منهي عنه أيضاً لقوله تعالى **" وَالَّذِينَ يَكْنِزُونَ الذَّهَبَ وَالْفِضَّةَ وَلاَ يُنفِقُونَهَا فِي سَبِيلِ اللّهِ فَبَشِّرْهُم بِعَذَابٍ أَلِيمٍ "** [7] ، لأن القصد من نعم الله هو أن يستخدمها الإنسان لمصلحته ولمصلحة الآخرين ، تحقيقاً للغرض الحقيقي من تسخير تلك النعم [8] .

ولم يكتف الإسلام بتحريم الاكتناز وتوعد المكتنزين بالعذاب في الآخرة ، وإنما اتخذ سبيلاً إيجابياً ففرض الزكاة التي تهدد المال المكتنز بالفناء في مدة لا تتجاوز أربعين سنة إذا لم يشارك في النشاط الاقتصادي وينمو حلالاً نتيجة هذه المشاركة [9] .

---

[1] سورة الأعراف ، الآية 31 .
[2] سورة الفرقان ، الآية 67 .
[3] د. محمد عمر شابرا ، مرجع سابق ، ص 64 .
[4] د. أحمد محيي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 709 .
[5] د. محمد عمر شابرا ، مرجع سابق ، ص 64 .
[6] حسين عمر ، التنمية والتخطيط الاقتصادي ص 48 ، نقلاً عن د. أحمد محيي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص 712 .
[7] سورة التوبة ، الآية 34 .
[8] د. محمد عمر شابرا ، مرجع سابق ، ص 115 .
[9] د. نعمت عبد اللطيف مشهور ، التنمية والتخطيط في الإسلام ، مرجع سابق ، ص 255 .

ولأن الاكتناز يعتبر من أهم العقبات في سبيل التنمية الشاملة المستمرة ، وذلك لما يؤدي إليه من تقييد لمستوى النشاط الإنتاجي وتعطيل للموارد الإنتاجية [1] ، فقد أمر رسول الله صلى الله عليه وسلم باستغلال الموارد الإنتاجية وعدم تعطيلها . فعن جابر بن عبد الله قال : قال رسول الله صلى الله عليه وسلم " من كانت له أرض فليزرعها فإن لم يزرعها فليزرعها أخاه " [2] .

ذلك لأن تنمية الأراضي والاستثمار الإنتاجي للمدخرات ضروري للوفاء بحاجات المجتمع الإسلامي من الضروريات والكماليات وتحقيق ذلك هو بكل تأكيد فضيلة من فضائل نظام القيم الإسلامي [3] .

[1] المرجع السابق مباشرة ، ص 244 .
[2] صحيح مسلم ، مرجع سابق ، ج 10 ص 1897 ، كتاب البيوع باب كراء الأرض .
[3] د. محمد عمر شابرا ، مرجع سابق ، ص 115 .

## المبحث الثالث

## إنشاء مؤشر إسلامي لأسعار الأسهم

فـي موضـع سـابق [1] مـن هـذا البحـث عرفنـا المؤشـر وكيـف يـتم بنـاؤه ، وتنـاولنـا أهـم المؤشرات شائعة الاستخدام والانتقادات الموجهة لها .

وسأحاول فـي هذا المبحث اقتراح نموذج لمؤشر إسلامي يقيس السعر العادل للسهم ويعبر بمصداقية عن الحالة الاقتصادية للشركات التي تمثل في مجموعها الاقتصاد القومي . وذلك من خلال النقاط التالية :

**6-3-1 الأساس الذي يقوم عليه المؤشر .**

**6-3-2 ضوابط يجب مراعاتها عند بناء المؤشر .**

**6-3-3 ضمانات للحصول على القيمة الحقيقية للأسهم .**

**6-3-4 مؤشر القسطاس للأسهم .**

[1] انظر ص 97- 106 من هذا البحث .

## 5-3-6 مميزات مؤشر القسطاس .

### 1-3-6 الأساس الذي يقوم عليه المؤشر

مؤشر البورصة لا يعدو عن كونه أداة من أدوات القياس ينطبق عليه ما ينطبق على أدوات القياس الأخرى من أن الشرط الأساسي في وجودها هو تحقيق العدالة بين المتعاملين لقوله تعالى **" فَأَوْفُواْ الْكَيْلَ وَالْمِيزَانَ وَلاَ تَبْخَسُواْ النَّاسَ أَشْيَاءهُمْ "** [1]

وقد قرن الله بين الأمر بعبادته والنهي عن التطفيف في الكيل والميزان وأكد آمراً بالوفاء بالكيل والميزان فقال تعالى **" وَلاَ تَنقُصُواْ الْمِكْيَالَ وَالْمِيزَانَ إِنِّيَ أَرَاكُم بِخَيْرٍ وَإِنِّيَ أَخَافُ عَلَيْكُمْ عَذَابَ يَوْمٍ مُّحِيطٍ وَيَا قَوْمِ أَوْفُواْ الْمِكْيَالَ وَالْمِيزَانَ بِالْقِسْطِ وَلاَ تَبْخَسُواْ النَّاسَ أَشْيَاءهُمْ وَلاَ تَعْثَوْاْ فِي الأَرْضِ مُفْسِدِينَ "** [2] .

وقد اعتبر المولى عز وجل من لم يلتزم بالعدل في أدوات القياس مفسداً في الأرض فقال **" أَوْفُوا الْكَيْلَ وَلا تَكُونُوا مِنَ الْمُخْسِرِينَ وَزِنُوا بِالْقِسْطَاسِ الْمُسْتَقِيمِ وَلا تَبْخَسُوا النَّاسَ أَشْيَاءهُمْ وَلا تَعْثَوْا فِي الْأَرْضِ مُفْسِدِينَ "** [3] .

ومن لم يمتثل لأمر الله ويرجع عن هذا الإفساد في الأرض توعده الله بالويل فقال تعالى **" وَيْلٌ لِّلْمُطَفِّفِينَ الَّذِينَ إِذَا اكْتَالُواْ عَلَى النَّاسِ يَسْتَوْفُونَ وَإِذَا كَالُوهُمْ أَو وَّزَنُوهُمْ يُخْسِرُونَ "** [4] .

والوفاء بالكيل من صفات الأنبياء فقد قال الله تعالى على لسان سيدنا يوسف عليه السلام **" أَلاَ تَرَوْنَ أَنِّي أُوفِي الْكَيْلَ وَأَنَاْ خَيْرُ الْمُنزِلِينَ "** [5] .

### 2-3-6 ضوابط يجب مراعاتها عند بناء المؤشر

أساس العدالة الذي يقوم عليه المؤشر يقتضي وضع ضوابط للعناصر الداخلة في بناءه ليعبر بعدالة وشفافية عن التغير في قيم الأسهم التي يضمها سواء بالزيادة أو النقصان ، وأيضاً يعبر عن الحالة الاقتصادية للشركات المصدرة لهذه الأسهم ، كما يعبر عن الاقتصاد القومي الذي يمثل مجموع هذه الشركات . ومن هذه الضوابط :

1. يجب أن يضم المؤشر جميع الشركات المدرجة في السوق من جميع القطاعات ، ولا يمنع ذلك من وجود مؤشرات فرعية للقطاعات المختلفة .

---

[1] سورة الأعراف ، الآية 85 .
[2] سورة هود ، الآية 84 ، 85 .
[3] سورة الشعراء ، الآية 181 ، 182 ، 183 .
[4] سورة المطففين ، الآية 1-3 .
[5] سورة يوسف ، الآية 59 .

2. أن تكون القيمة الحقيقية لأسهم الشركات هي المعتمدة في بناء المؤشر وليس القيمة السوقية لها ، وإن كان من المفترض من حيث المبدأ تساوي القيمتين [1].

**3-3-6 ضمانات للحصول على القيمة الحقيقية للأسهم**

حيث أن القيمة الحقيقية للسهم تمثل نصيب السهم في صافي أصول وموجودات الشركة بعد إعادة تقديرها وفقاً للأسعار الجارية وبعد خصم ديونها [2] ، فأنه يجب معرفتها من القوائم المالية للشركات .

وعلى إدارة البورصة التحقق من صحة وصدق الأرقام الموجودة بالقوائم المالية الصادرة عن الشركات وأنها تعبر عن الواقع بدقة ، وأن تجعل القيمة الحقيقية للسهم معلومة أساسية يتضمنها النموذج الموحد للبيانات والذي تقدمه الشركات شهرياً للبورصة لتقوم بنشره لجميع المتعاملين .

ويمكن للجنة التسعيرة أن تسهم في ذلك بالتنسيق والاتفاق مع جمعية المحاسبين والمراجعين على إقرار وتطبيق معايير محاسبية وقواعد تفصيلية بشأن بعض بنود القوائم المالية التي تشعر اللجنة بأهميتها لعملية التحقق من صحة البيانات المنشورة .

**4-3-6 مؤشر القسطاس للأسهم**

مؤشر القسطاس هو النموذج المقترح لمؤشر الأسعار الذي يخدم التعريف الاصطلاحي للبورصة الإسلامية بقياسه السعر العادل لأسهم الشركات . وهو مؤشر شهري يضم جميع الشركات المدرجة في السوق من جميع القطاعات ( الزراعة ـ الصناعة ـ التجارة ـ البناء ـ التعدين ـ النقل ـ الاتصالات ـ التمويل ـ الخدمات ) ، وبمختلف الأحجام ( الصغيرة ـ المتوسطة ـ الكبيرة ) .

والمؤشر رقم قياسي يعكس مدى التغير في أسعار الأسهم المتداولة في البورصة منسوباً لأسعارها في شهر الأساس ( البدء ) ، ويستخدم في حساب قيمة المؤشر مدخل الوزن النسبي على أساس القيمة ، وقيمته الافتراضية في شهر الأساس هي 100 نقطة ، وبالتالي فإن أي زيادة في المؤشر عن 100 نقطة تعني زيادة الأسعار الحالية عنها في التاريخ السابق والعكس صحيح .

**مثال :**

بفرض أن شهر البدء في استخدام المؤشر هو 10 / 2007 ( ش ) ، وأن السوق يتكون من ثلاث شركات ( أ ) ، ( ب ) ، ( ج ) وأن القيمة الحقيقية الإجمالية في هذا الشهر هي:

| الشركة | السعر الحقيقي للسهم | عدد الأسهم | القيمة الحقيقية |
|---|---|---|---|
| ( أ ) | 10 | 1000 | 10000 جنيه |

[1] انظر ص 55 من هذا البحث .
[2] د. عطية فياض ، مرجع سابق ، ص 190 .

| ( ب ) | 11 | 2000 | 22000 جنيه |
| ( جـ ) | 12 | 3000 | 36000 جنيه |
| إجمالي القيمة | | | 68000 |

وأن القيمة الحقيقية الإجمالية في الشهر التالي ( ش + 1 ) هي :

| **الشركة** | **السعر الحقيقي للسهم** | **عدد الأسهم** | **القيمة الحقيقية** |
|---|---|---|---|
| ( أ ) | 10.1 | 1000 | 10100 جنيه |
| ( ب ) | 11.15 | 2000 | 22300 جنيه |
| ( جـ ) | 12.2 | 3000 | 36600جنيه |
| إجمالي القيمة | | | 69000 |

ويتم حساب قيمة المؤشر في ( ش + 1 ) بالطريقة التالية :

$$\frac{\text{القيمة الحقيقية في ( ش + 1 )}}{\text{القيمة الحقيقية في ( ش )}} * 100$$

$$\frac{69000}{68000} * 100 = 101.47$$

وهذا يعني ارتفاع البورصة ككل بمقدار 1.47 نقطة [ ( 101.47 – 100 ) / 100 ]

بينما ارتفعت قيمة الشركة (أ) وسهمها بنسبة 1 %

وارتفعت قيمة الشركة (ب) وسهمها بنسبة 1.36 %

وارتفعت قيمة الشركة (جـ) وسهمها بنسبة 1.67 %

**5-3-6 مميزات مؤشر القسطاس**

1. يعكس المؤشر الحالة الإقتصادية للسوق بصورة صحيحة لأنه يضم جميع الشركات من مختلف القطاعات وبكل الأحجام .
2. يعبر بصورة صحيحة وصادقة عن نشاط الشركات ومعدلات أدائها لأن أي تغير في سعر السهم ناشئ عن نتائج محققة فعلياً .

3. يحقق العدالة للمتعاملين لأنه يعتمد على القيمة الحقيقية للأسهم وليس القيمة السوقية الناتجة عن التلاعب والمغامرة والبيانات الكاذبة .
4. يتجنب المؤشر تأثير الوزن النسبي لسعر السهم لتساوي القيم الإسمية لأسهم الشركات عند إصدارها .
5. يقضي المؤشر على مضاربة البورصة ( بمفهومها الغربي ) لأنه لا يوجد تذبذب في الأسعار لعدم إمكانية حدوث تغير في نتائج الشركات يومياً بل لحظياً كما يحدث في البورصات القائمة .
6. يؤدي إلى استقرار السوق لثبات أسعار الأسهم خلال الشهر لحين تغيرها بظهور نتائج فعلية جديدة حققتها الشركات .
7. ينمي المؤشر في نفوس المتعاملين المعنى الحقيقي للاستثمار في البورصة المتمثل في تملك الأسهم بغرض الحصول على الربح الحلال الناتج عن النشاط الفعلي للشركات ، وليس الربح الحرام الناتج عن التلاعب والمقامرة ، وخاصة أن معدلات الربح الحقيقية لجميع الشركات في السوق الواحد متقاربة إلى حد بعيد .

إن بورصة تعمل بهذه الكفاءة الوظيفية ، والعدالة الاجتماعية ، والقيم الأخلاقية ، وتعتمد في عمليات تداولها على مؤشر يقيس الأسعار الحقيقية العادلة يجب أن تقدم لدول العالم أجمع التي تطالب بنظام عالمي جديد قائم على العدل والتسامح والتعاون بين الدول لتكون نواة للجانب الاقتصادي في هذا النظام العالمي الجديد ... ولم لا ! وهي مستمدة من مبادئ وقيم الإسلام المنزلة من العزيز الحكيم **" وَسِعَ رَبِّي كُلَّ شَيْءٍ عِلْمًا "** [1] .

**خلاصة الفصل :** من الضروري أن يعرف المسلمون ما في دينهم العظيم من كنوز ويفخروا به ، ويعملوا على تفعيل القيم والمبادئ والأخلاق التي يحض عليها في كل نواحي الحياة بما في ذلك ما يتعلق بالشق الاقتصادي ، ويأصلوا لقيام بورصة إسلامية تنموية تعتمد مؤشر عادل للأسعار تستفيد منها مجتمعاتنا والإنسانية جمعاء .

تهدف إلى أن يظل دور رأس المال الإنتاجي هو المحور الأساسي في النشاط الاقتصادي ، بدلاً من أن يتحول إلى النشاط المالي الطفيلي الذي لا يحقق أي قيمة مضافة للاقتصاد ، بل يهدر الثروات والمدخرات اللازمة لإقامة النشاط الاقتصادي العيني في تعاملات غير شرعية .

[1] سورة الأنعام ، الآية 80 .

## خاتمة

## أهم النتائج والتوصيات

الحمد لله الذي أعانني على إنهاء هذه الدراسة فلولا فضل الله ورحمته ما كانت لتنتهي ، وقد بذلت فيها جهدي وهو جهد المقل المقر بالتقصير ، فأسأل الله تعالى أن أكون وفقت فيها لما يحبه ويرضاه وأن يغفر لي تقصيري فإنه سبحانه وتعالى الغفور الرحيم .

وبفضل من الله قد توصلت إلى بعض النتائج سأقوم بذكرها ثم أتبعها ببعض التوصيات لتكون خاتمة لهذه الدراسة .

**أولاً : النتائج**

1. وجود سلبيات عديدة للبورصات العربية والدولية تجعلها عاجزة عن آداء دورها التنموي أهمها ما يلي :

أ ـ نشأتها اعتماداً على المنهج الرأسمالي الربوي دون تطويع لكي تلائم الظروف الاقتصادية والاجتماعية والأخلاقية للدول الإسلامية ومعتقدات سكانها ، وقد أدى ذلك إلى فتح الباب للتبعية للأسواق المالية الغربية وجلب أمراضها المتمثلة في الربا والاحتكارات ....إلخ .

ب ـ ملكية الأوراق المالية لا تعبر حقيقة عن ملكية الأصول المادية للمشروعات ويتضح ذلك من صعود وهبوط أسعار الأسهم من يوم لآخر ، بل من لحظة لأخرى رغم عدم تغير الظروف الاقتصادية أو المراكز المالية للشركات التي يجري التعامل على أسهمها .

جـ ـ أسعار الأسهم المعلنة لا تعبر عن السعر العادل في كل الأحوال وذلك لأسباب عديدة منها البيع على المكشوف وهو بيع أسهم غير مملوكة ( مقترضة ) على أمل انخفاض الأسعار وإعادة شراءها ، واستغلال السماسرة لثقة العملاء فيهم وتزويدهم ببيانات مضللة ، والشراء بغرض الاحتكار لرفع السعر إلى غير ذلك من الممارسات غير الأخلاقية .

د ـ تطفل نشاط المغامرة والمقامرة ( المضاربة بمفهومها الغربي ) على المعاملات الحقيقية التي تقوم على العمل والإنتاج .

هـ - تداول الأسهم في البورصة لا يعدو عن كونه نقل ذمم مالية بين أطراف مختلفة دون أي فائدة تعود على الشركات المصدرة لتلك الأسهم ودون تحقيق أي قيمة مضافة إلى الاقتصاد .

و - الاستثمار في البورصة يهدر قيمة العمل ويساعد على زيادة معدلات البطالة ، فسهولة وسرعة الحصول على أرباح من تقلبات الأسعار يغري الأفراد والشركات على الاستثمار في البورصة ، وقد دفع هذا البعض إلى تصفية أعمالهم التجارية أو بيع ممتلكاتهم لاغتنام الربح السريع ، فإن تحقق الربح فيكون على حساب إهدار قيمة العمل في النفوس ، وإن كانت الخسارة فإنها تهدر الثروات والمدخرات اللازمة لإقامة النشاط الاقتصادي القادر على خلق فرص عمل جديدة مما يؤدي إلى زيادة معدلات البطالة .

ز - البورصة لا تعبر عن النشاط الاقتصادي بصورة حقيقية ، لأن زيادة حجم التعامل وارتفاع أسعار التداول نتيجة تطفل المغامرة والمقامرة ( المضاربة بمفهومها الغربي ) دون أن يكون هذا الارتفاع انعكاساً لنشاط الشركات ومعدلات أدائها وما حققته من أرباح لا يمكن أن يعبر بأي حال عن النشاط الاقتصادي بصورة حقيقية .

ح - عدم مشاركة البورصة بدور واضح في إحداث التنمية الاقتصادية ، حيث أن الهدف من إنشاء أسواق الأوراق المالية هو مساهمتها في جذب المدخرات لتمويل المشروعات التنموية ، إلا أن البيانات المتوفرة عن حجم وقيمة إصدارات الأسهم الجديدة الصادرة عن أسواق الأوراق المالية القائمة في البلاد الإسلامية تشير إلى أنها لم تكن تمثل في أية فترة من الفترات وزناً أساسياً ومهماً سواء بالقياس إلى حجم المدخرات المتوفرة أو إلى حجم الاستثمارات المتحققة .

2. شركة المساهمة التي تخلو من الربا وذات نشاط مباح جائزة شرعاً وتنطبق عليها قواعد شركة العنان والمضاربة بشرط تغيير بعض نصوص وإجراءات إنشاء وتنظيم شركة المساهمة لتتوافق مع المبادئ العامة للشريعة الإسلامية التي تحرم الظلم وأكل أموال الناس بالباطل مثل :

أ - تعديل النص والإجراء المتعلقين بعدم تحمل الشركاء لخسائر تفوق ما يملكونه من أسهم .

ب - تعديل طريقة إجراء التصويت لاختيار أعضاء مجلس الإدارة ليكون لكل مساهم صوت واحد مهما بلغ عدد الأسهم التي يملكها .

3. يصح شرعاً إصدار الأسهم العادية التي لا تعطي لصاحبها أي حق ذي طبيعة خاصة وتساوي بين الشركاء في الحقوق والواجبات دون سواها من الأنواع الأخرى . فلا يصح إصدار أسهم ممتازة تخول أصحابها أولوية في الحصول على الأرباح أو الحصول على فائدة سنوية ثابتة

سواء ربحت الشركة أم خسرت أو حق استعادة قيمة الأسهم بكاملها عند تصفية الشركة قبل سائر المساهمين . ولا يجوز إصدار حصص التأسيس لأن أصحابها ليسوا شركاء ولا دائنين ولا يمكن تخريجها على عقد من العقود الشرعية . ولا يجوز إصدار أسهم التمتع حيث إن استهلاك الأسهم لا معنى له ولا يمكن تنزيل الاستهلاك على عقد شرعي صحيح .

4. يحرم إصدار وتداول السندات بكل أنواعها لأنها لا تخرج عن كونها عقد قرض اجتمعت فيه عناصر ربا الديون الثلاثة وهي الدين ، والأجل ، وزيادة مشروطة في الدين مقابل الأجل وهي من قبيل الربا المحرم شرعاً بمقتضى الكتاب والسنة والإجماع .
5. يكيف نشاط السمسرة ( الوساطة بين البائع والمشتري لتسهيل عملية البيع ) باعتباره جعالة وإن كانت تتشابه في الظاهر مع الإجارة والوكالة ، والسمسرة سواء بمعناها اللغوي أو الشرعي من الأعمال المباحة والمشروعة بالأدلة العامة من الكتاب والسنة .
6. صانعو الأسواق يصنفون لدى علماء الاستثمار والمتخصصون الغربيون في شئون البورصة باعتبارهم من كبار المقامرين الذين يناورون ويؤثرون على حركة أسعار الأسهم .
7. البيوع العاجلة التي يتم تنفيذها على الفور حيث يتم تسليم الأسهم لمشتريها ويأخذ البائع الثمن جائزة وصحيحة ونافذة شرعاً بعدة شروط هي :

أ - أن تكون أسهم عادية لأن باقي أنواع الأسهم لا يجوز إصدارها شرعاً .

ب - أن تكون أسهم شركات لا تتعامل بالربا وأنشطتها مباحة .

جـ - أن تكون الشركة مصدرة الأسهم قد مارست نشاطها وغلب على موجوداتها الآلات والأدوات والمنتوجات ولو كان معها أموال نقدية أو ديون لأن الحكم للغالب .

8. الحكم الفقهي بصحة البيوع العاجلة لا ينطبق على العمليات التي تهدف إلى تحقيق ربح من التنبؤ بتقلبات أسعار الأسهم للأسباب التالية :

أ - افتقادها للعدالة لأن ارتفاع أسعار معظم الأسهم غير حقيقي ويدل على ذلك أن أسهم بعض الشركات ترتفع رغم إعلانها الخسارة .

ب - تشتمل على الجهالة والغش والخداع لأن المساهمين في غالبيتهم لا يعرفون شيئاً كثيراً عن الشركات ، بل إن بعضهم لا يعرف اسم الشركة على الوجه الصحيح ولا النشاط الذي تزاوله .

جـ - تتضمن معاني المغامرة والمراهنة والمقامرة لأن ارتفاع الأسعار وهبوطها يتم بين لحظة وأخرى دون الاعتماد على أي معلومات مدققة عن ميزانيات تلك الشركات أو نتائج أعمالها .

د - مخالفتها للمقاصد الشرعية للمعاملات المالية من جلب المصالح ودفع المضار ، ولا يخفى ما يصيب المتعاملين بهذه الطريقة من مضار تتمثل في الخسائر التي يتكبدونها .

هـ - تعارضها مع المنهج الاقتصادي الإسلامي الذي يعظم قيمة العمل ويجعل المساهمة في ملكية الشركات المنتجة في مختلف القطاعات ذات آجال طويلة بما يمكن من تحقيق التنمية الاقتصادية الشاملة والتكامل الاقتصادي بين الدول الإسلامية .

9. البيع على المكشوف أو البيع القصير هو بيع أسهم مقترضة من سمسار على أمل أن ينخفض سعرها فيشتريها ويعيدها للسمسار ويكون كسب الفرق بين سعر الشراء والبيع وهذا البيع لا يجوز شرعاً لأنها بيع لما لا يملكه البائع ، ولوجود علة الربا .
10. الشراء بالحد أو الشراء بالهامش هو أن يقترض المشتري بالحد من سمساره نقوداً بفائدة لشراء كمية أكبر من الأسهم ويحرم هذا النوع من التعاملات لأنه من صميم الربا .
11. البيوع الآجلة ( الباتة القطعية ) هي العمليات التي يتم التعاقد عليها حالاً ، ويؤجل الدفع والتسليم إلى تاريخ لاحق متفق عليه مسبقاً ، يسمى موعد التصفية والغرض الأساسي منها الحصول على الربح من فرق السعر بين يوم عقد الصفقة وبين يوم التصفية غير جائزة شرعاً .
12. البيوع الخيارية الشرطية أو الامتيازات وهي التي تعطي الأحقية لصاحب الخيار أن ينفذ عقد شراء أو بيع عدد محدد من الأسهم بسعر محدد خلال مدة محددة ، أو أن يمتنع عن ذلك مقابل دفع غرامة محددة والعمليات الخيارية الشرطية وعقود الامتيازات المتفرعة منها بشروطها المختلفة فاسدة ولا يترتب عليها آثارها وتأباها نصوص الشريعة الإسلامية ولا تصح بأي وجه من الوجوه .
13. المضاربة في البورصة تختلف كل الاختلاف عن المضاربة الشرعية وهي لا تعد نوعاً من أنواع الاستثمار ، وليست بيع مزايدة ، ولا تشبه مخاطر التجارة ، وأنها تقوم على التخمين والحظ ، وما يربحه طرف يخسره طرف آخر وهي بذلك تعتبر من القمار المحرم شرعاً .
14. الأزمات الاقتصادية للبورصات العربية والدولية دليل على فساد معظم آلياتها .
15. البورصة الإسلامية قادرة على تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار لتحقيق التنمية بكفاءة أكبر من البورصة التقليدية .

**ثانياً : التوصيات**

1. التأصيل لبورصة إسلامية تقوم استناداً على قيم ومبادئ الاقتصاد الإسلامي لتلبي الأهداف والمتطلبات التعبدية والشرعية لمجتمعاتنا الإسلامية على وجه الخصوص كما تحقق المتطلبات الاقتصادية والتنموية لمجتمعاتنا ولجميع المجتمعات على وجه العموم وذلك يتطلب مايلي :

أ - إضافة وظائف جديدة للبورصة .

ب - وضع آليات للتداول متوافقة تماماً مع قيم ومبادئ الاقتصاد الإسلامي .

جـ - إيجاد بدائل شرعية لمعاملات البورصات القائمة وفق النظام الرأسمالي الربوي .

2. إيجاد اتفاقيات حقيقية للتعاون والتكامل الاقتصادي بين البلدان الإسلامية وتفعيل ما هو موجود منها للوصول إلى زيادة حجم التبادل التجاري وإقامة المشروعات المشتركة حتى الوصول إلى السوق الإسلامية المشتركة .

3. تطوير وتوحيد التشريعات المحلية بكافة البلدان الإسلامية بما يساعد على تحقيق التعاون والتكامل بين أسواق الأوراق المالية القائمة فيها .

4. إنشاء اتحاد للأسواق المالية الإسلامية ولجنة عليا للرقابة الشرعية للتنسيق بين الأهداف الاستثمارية الجزئية لمختلف البلدان بما يحقق التنمية والتكامل بينها في ضوء مفاهيم شرعية واحدة .

5. إقامة معهد إسلامي للدراسات والبحوث المالية يهدف إلى إيجاد الكوادر البشرية المؤهلة لإدارة هذه البورصات مع وضع وتنفيذ برنامج تثقيفي وخطة إعلامية كبيرة لتنمية الوعي الادخاري بين الأفراد وبيان أهمية استخدام هذه المدخرات إنتاجياً في تحقيق التنمية وتوفير فرص عمل جديدة تساعد في القضاء على البطالة .

6. ضرورة العمل على إنشاء مؤشر إسلامي لأسعار الأسهم يقوم على أساس تحقيق العدالة بين المتعاملين ويقدم السعر الحقيقي للأسهم ويعبر بصور صحيحة وصادقة عن الحالة الاقتصادية للسوق .

7. عرض المعاملات والمصطلحات التي تنشأ في بيئة غير إسلامية على أحكام الشريعة الإسلامية ولا يقبل منها إلا ما وافقها ، مع الحرص على عدم تغيير الأحكام الشرعية لتتوافق مع المعاملات الحديثة تحت ضغط واقع الناس المنتشر اليوم .

8. أوصي جميع المسلمين بعدم المساهمة في شركات تتعامل بالربا أو أنشطتها محرمة ، وأن يتقوا الله في المعاملات المالية ، وألا يغتروا ببريق الأرباح التي يمكن تحقيقها من المضاربة والمتاجرة بالأسهم ، وألا يعتمدوا على المسميات التي يطلقها التجار والسماسرة على معاملات البورصة ليضفوا عليها الشرعية ، وعليهم أن يسألوا العلماء عن حقيقة تلك المسميات حتى لا يقعوا في المعاملات المحرمة .

## قائمة المصادر والمراجع


**أولاً : القرآن الكريم وتفاسيره**

1. سيد قطب ، في ظلال القرآن ، دار العلم للطباعة والنشر ، جدة ، 1986 .
2. لجنة القرآن والسنة ، المنتخب في تفسير القرآن ، المجلس الأعلى للشئون الإسلامية ، القاهرة ، الطبعة التاسعة عشر ، 2000.
3. د. محمد سليمان الأشقر ، زبدة التفاسير ، دار النفائس للنشر والتوزيع ، الأردن ، 1415 هـ .
4. محمد علي الصابوني ، مختصر تفسير بن كثير ، دار القرآن الكريم ، بيروت ، الطبعة السابعة ، 1981.

**ثانياً : كتب السنة النبوية**

5. البخاري ، صحيح البخاري ، دار الجيل ، بيروت ، ب.ت .
6. مالك بن أنس ، الموطأ ، مكتبة الصفا ، القاهرة ، الطبعة الأولى ، 2001 .

**ثالثاً : كتب شروح السنة**

7. الشوكاني ، نيل الأوطار شرح منتقى الأخيار ، رئاسة إدارات البحوث ، المملكة العربية السعودية ، ب.ت .
8. الصنعاني ، سبل السلام ، دار الكتاب العربي ، بيروت ، الطبعة الأولى 1985.
9. النووي ، شرح صحيح مسلم ، دار التقوى للنشر والتوزيع ، القاهرة ، ب.ت .
10. فضل الله الجيلاني ، توضيح الأدب المفرد ، مطبعة المدني ، القاهرة ، 1402هـ .

**رابعاً : كتب الفقه**

11. ابن القيم الجوزية ، إعلام الموقعين عن رب العالمين . www.almeshkat.net
12. ابن القيم الجوزية ، زاد المعاد في هدي خير العباد ، مؤسسة الرسالة ، بيروت ، الطبعة الرابعة عشر ، 1986 .
13. ابن جبرين ، شرح كتاب الحسبة لابن تيمية . www.i6n-jebreen.com
14. ابن قدامة ، المغني ، مكتبة الرياض الحديثة ، المملكة العربية السعودية ، ب.ت .
15. السيد سابق ، فقه السنة ، مكتبة الخدمات الحديثة ، جدة ، ب.ت .

16. الشيخ حسن أيوب ، فقه المعاملات المالية في الإسلام ، دار التوزيع والنشر الإسلامية ، القاهرة ، 1998.
17. شمس الدين السرخسي ، المبسوط . www.almeshkat.net
18. صديق حسن خان ، الروضة الندية في شرح الدرر البهية ، المكتبة التوفيقية ، القاهرة ، ب.ت .
19. عبدالرحمن الجزيري ، الفقه على المذاهب الأربعة ، دار ابن الهيثم ، القاهرة ، ب.ت .
20. علي الخفيف ، الشركات في الفقه الإسلامي ، جامعة الدول العربية ، معهد الدراسات العربية العالية ، القاهرة ، ب.ت .
21. الشيخ / محمد بن صالح العثيمين، التعليق على السياسة الشرعية في إصلاح الرعي والرعية ، مدار الوطن للنشر ، الرياض ، الطبعة الأولى ، 1427هـ .
22. الشيخ / محمود شلتوت ، الفتاوى ، دار الشروق ، القاهرة ، الطبعة الثامنة عشر ، 2004 .
23. د. يوسف القرضاوي ، فقه الزكاة ، مكتبة وهبة ، القاهرة ، 1986 .
24. د. يوسف القرضاوي ، فتاوى معاصرة ، دار الوفاء ، المنصورة ، 1993.

**خامساً : كتب أصول الفقه**

25. محمد أبو زهرة ، أصول الفقه ، دار الفكر العربي ، القاهرة ، 1958 .

**سادساً : كتب الاقتصاد**

26. أبو بكر بن أبي الدنيا ، إصلاح المال ، دار الوفاء ، المنصورة ، الطبعة الأولى ، 1990.
27. أحمد سالم بادويلان ، كيف تكون ناجحاً في الأسهم والعقارات ، دار الحضارة للنشر والتوزيع ، الرياض ، 2005 .
28. د. أحمد بن محمد الخليل ، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي ، دار بن الجوزي ، السعودية ، الطبعة الثانية ، 1426 هـ .
29. د. أحمد محي الدين أحمد ، أسواق الأوراق المالية وأثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي ، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي ، جدة ، 1995 .
30. إسلام أون لاين ، ألف باء بورصة ، الدار العربية للعلوم ، بيروت ، الطبعة الأولى ، 2006 .
31. د. الصديق محمد الأمين الضرير ، الاختيارات ، بحث بمجلة مجمع الفقه الإسلامي ، منظمة المؤتمر الإسلامي ، جدة ، 1992 .
32. المؤسسة العربية لضمان الاستثمار ، أسواق الأوراق المالية العربية ، الكويت ، 1985 .
33. تقي الدين النبهاني ، النظام الاقتصادي في الإسلام ، منشورات حزب التحرير ، القدس ، الطبعة الثانية ، 1953 .

34. حمدي بن حمزة أبو زيد الجهني ، أزمة سوق الأسهم إنذار فيه دعوة للإصلاح ، العبيكان للطباعة والتغليف ، الرياض ، 2006 .
35. د. حسين غانم ، الاقتصاد الإسلامي والمشكلة الاقتصادية ، دار الوفاء ، المنصورة ، 1991 .
36. رسمية أحمد أبو موسى ، الأسواق المالية والنقدية ، المعتز للنشر والتوزيع ، عمان ، الطبعة الأولى ، 2005 .
37. د. رفعت السيد العوضى ، المنظومة المعرفية لآيات الربا في القرآن الكريم ، المعهد العالمي للفكر الإسلامي ، القاهرة ، 1997 .
38. د. رفيق يونس المصري ، فقه المعاملات المالية ، دار القلم ، دمشق ، الطبعة الأولى ، 2005 .
39. د. سعيد سعد مرطان ، مدخل للفكر الاقتصادي في الإسلام ، مؤسسة الرسالة ، بيروت ، الطبعة الثانية ، 2004 .
40. سمير عبد الحميد رضوان ، أسواق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية ، المعهد العالمي للفكر الإسلامي ، القاهرة ، ب.ت .
41. د. سمير عبد الحميد رضوان ، المشتقات المالية ، دار النشر للجامعات ، القاهرة ، 2005.
42. سوزان عدلي عوض ، شركة كونكورد انترناشيونال إنفستمنت ، القاهرة ، 2006 .
43. د. صالح البربري ، الممارسات غير الشرعية في بورصة الأوراق المالية ، مركز المساندة القانونية ، القاهرة ، 2001 .
44. د. صالح بن زابن المرزوقي ، شركة المساهمة في النظام السعودي ، منشورات جامعة أم القرى ، مكة ، 1406 هـ .
45. د. صالحي صالح ، السياسة النقدية والمالية في إطار نظام المشاركة في الاقتصاد الإسلامي ، دار الوفاء ، المنصورة ، الطبعة الأولى ، 2001 .
46. صلاح الدين حسن السيسي ، بورصات الأوراق المالية العربية والدولية وتأسيس سوق الإمارات للأوراق المالية ، الطبعة الأولى ، دار الوسام للطباعة والنشر ، بيروت ، 1998.
47. صلاح الدين حسن السيسي ، بورصات الأوراق المالية ( الأهمية ـ الأهداف ـ السبل ـ مقترحات النجاح ) ، عالم الكتب ، القاهرة ، الطبعة الأولى ، 2003 .
48. د. صلاح الدين فهمي محمود ، التنمية الاقتصادية ، القاهرة ، 2001 .
49. د. صلاح الدين فهمي محمود ، العلاقات الاقتصادية الدولية في الإسلام ، القاهرة ، ب.ت .
50. د. طارق عبد العال حماد ، حوكمة الشركات ، الدار الجامعية ، الأسكندرية ، 2005 .
51. د. طارق عبد العال حماد ، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الأسكندرية ، 2005 .

52. عبدالرحمن بن خلدون ، مقدمة أبن خلدون ، دار الكتاب العربي ، بيروت 2006 .
53. د. عبد الرحمن يسري ، التنمية الاقتصادية والاجتماعية في الإسلام ، مؤسسة شباب الجامعة ، الأسكندرية ، 1401 هـ .
54. د. عبدالرحمن يسري أحمد ، علم الاقتصاد الإسلامي ، الدار الجامعية ، الأسكندرية ، 2004 .
55. د. عبدالرحمن يسري أحمد ، قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل ، الدار الجامعية ، الأسكندرية ، 2004 .
56. د. عبدالرحمن يسري أحمد ، د. السيد محمد أحمد السيريتي ، قضايا إقتصادية معاصرة ، الدار الجامعية ، الأسكندرية ، 2007 .
57. د. عبد الستار أبو غدة ، أوفوا بالعقود ، مطبوعات مجموعة دلة البركة ، المملكة العربية السعودية ، 1997 .
58. د. عبد الستار أبو غدة ، الاختيارات في الأسواق المالية ، بحث بمجلة مجمع الفقه الإسلامي ، منظمة المؤتمر الإسلامي ، جدة ، 1992 .
59. د. عبد الستار أبو غدة وعز الدين خوجه ، فتاوى ندوات البركة ، مجموعة دلة البركة ، جده ، ب.ت .
60. عبد الستار بكري حسن ، بورصات الأوراق المالية في مصر ، القاهرة ، الطبعة الأولى ، 1999 .
61. د. عبد العزيز الخياط ، الشركات في ضوء الإسلام ، دار السلام للطباعة والنشر ، القاهرة ، الطبعة الأولى ، 1989 .
62. د. عبد العزيز الخياط ، الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي ، مؤسسة الرسالة ، بيروت ، الطبعة الثالثة ، 1988 .
63. د. عبد الغفار حنفي ، د. رسمية زكي قرياقص ، د. السيدة عبد الفتاح ، الأسواق المالية ( أسواق رأس المال ـ البورصات ـ البنوك ـ شركات الاستثمار ) ، الدار الجامعية ، الأسكندرية ، 2006.
64. د. عبد الغفار حنفي ، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الأسكندرية ، 2005 .
65. الشيخ / عبد الله بن سليمان المنيع ، بحوث في الاقتصاد الإسلامي ، المكتب الإسلامي ، بيروت ، الطبعة الأولى ، 1996 .
66. د. عبدالله بن محمد بن حسن السعيدي ، الربا في المعاملات المصرفية المعاصرة ، دار طيبة للنشر والتوزيع ، الرياض ، الطبعة الثانية ، 2000 .

67. عبـد المجيـد المهيلمـي ، التحليـل الفنـي للأسـواق الماليـة ، الـبلاغ للطباعـة والنشـر والتوزيـع ، 2005.
68. د. عبد النعيم حسنين ، الإنسان والمال فـي الإسـلام ، دار الوفـاء ، المنصـورة ، الطبعـة الأولـى ، 1986.
69. د. عبد الوهاب إبراهيم أبو سليمان ، فقه المعاملات الحديثة ، دار ابن الجوزي ، المملكة العربيـة السعودية ، الطبعة الأولى ، 1426 هـ .
70. عدنان سعيد أحمد حسين ، الاقتصاد وأنظمته وقواعده وأسسه في ضوء الإسلام ، 1413 هـ .
71. د. عطيـة فيـاض ، سـوق الأوراق الماليـة فـي ميـزان الفقـه الإسـلامي ، دار النشـر للجامعـات ، القاهرة ، الطبعة الأولى ، 1998 .
72. د. علي أحمد السالوس ، المعاملات الماليـة المعاصـرة فـي ميزان الفقـه الإسلامي ، دار الفـلاح ، الكويت ، 1987 .
73. علي شلبي ، بورصة الأوراق المالية دراسة علمية وعملية ، مكتبة النهضة المصرية ، القاهرة ، الطبعة الأولى ، 1962 .
74. د. علي محيي الدين القرة داغي ، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي ، بحث بمجلة مجمـع الفقه الإسلامي ، منظمة المؤتمر الإسلامي ، جدة ، 1992 .
75. د. عيسى عبده ، العقود الشرعية الحاكمة للمعاملات المالية المعاصرة ، دار الاعتصام ، القـاهرة ، الطبعة الأولى ، 1977 .
76. د. عيسى عبده ، الربا ودوره في استغلال موارد الشعوب ، دار الاعتصام ، القاهرة .
77. د. محمـد إبـراهيم عبـد السـلام تركـي ، تحليـل التقـارير الماليـة ، مطـابع جامعـة الملـك سـعود ، 1416هـ .
78. د. محمد رأفت سعيد ، المال ( ملكيتـه ـ استثماره ـ وإنفاقـه ) ، دار الوفـاء ، المنصـورة ، الطبعـة الثانية ، 2004 .
79. محمد رشيد رضا ، الربا والمعاملات في الإسلام ، دار النشر للجامعات ، القاهرة ، 2007 .
80. د. محمد شوقي الفنجري ، نحو اقتصـاد إسـلامي ، دار عكـاظ للنشر والتوزيـع ، المملكـة العربيـة السعودية ، 1981 .
81. د. محمد شوقي الفنجري ، الوجيز في الاقتصاد الإسلامي ، دار الشروق ، القاهرة ، 1994 .
82. أ.د. محمـد صـالح الحنـاوي ، د. جـلال إبـراهيم العبـد ، بورصـة الأوراق الماليـة بـين المظريـة والتطبيق ، الدار الجامعية ، الأسكندرية ، 2005 .

83. د. محمد صلاح محمد الصاوي ، مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية وكيف عالجها الإسلام ، دار الوفاء ، المنصورة ، 1990 .
84. د. محمد علي القري ، الأسهم ـ الاختيارات ـ المستقبليات ، بحث بمجلة مجمع الفقه الإسلامي ، منظمة المؤتمر الإسلامي ، جدة ، 1992 .
85. د. محمد عمر شابرا ، نحو نظام نقدي عادل ، دار البشير للنشر والتوزيع ، الأردن ، الطبعة الثانية ، 1990 .
86. د. محمد محمود عبد ربه محمد ، طريقك إلى البورصة ، الدار الجامعية ، الأسكندرية ، ب.ت .
87. د. محمد يوسف موسى ، الأموال ونظرية العقد في الفقه الإسلامي ، دار الفكر العربي ، القاهرة ، 1996 .
88. د. محمد يوسف موسى ، الإسلام ومشكلاتنا الحاضرة ، سلسلة الثقافة الإسلامية ، المكتب الفني للنشر ، القاهرة ، 1958 .
89. د. محمود حسن صوان ، أساسيات الاقتصاد الإسلامي ، دار المناهج للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2004 .
90. مراد كاظم ، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية ، المكتبة التجارية ، بيروت ، الطبعة الثانية ، 1967 .
91. د. منى قاسم ، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية ، الدار المصرية اللبنانية ، القاهرة ، 2007 .
92. د. منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، منشأة المعارف ، الأسكندرية ، 1999 .
93. د. منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية ، منشأة المعارف ، الأسكندرية ، الطبعة الثانية ، 2006 .
94. د. منير إبراهيم هندي ، شبهة الربا في معاملات البنوك التقليدية والإسلامية ، المكتب العربي الحديث ، الأسكندرية ، 2000 .
95. نزيه عبدالمقصود مبروك ، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي ، دار الفكر الجامعي ، الأسكندرية ، 2006 .
96. د. نعمت عبد اللطيف مشهور ، أساسيات الاقتصاد الإسلامي ، جامعة الأزهر ، القاهرة ، الطبعة الثالثة ، 2002 .
97. د. نعمت عبد اللطيف مشهور ، التنمية والتخطيط في الإسلام ، جامعة الأزهر ، القاهرة ، ب.ت .

98. هايل عبد الحفيظ يوسف داوود ، تغير القيمة الشرائية للنقود الورقية ، المعهد العالمي للفكر الإسلامي ، القاهرة ، 1999 .
99. هشام البساط ، الأسواق المالية الدولية وبورصات الأوراق المالية وسياسات تكوين محفظة الأوراق المالية في المصارف ، اتحاد المعارف العربية ، بيروت ، ب.ت .
100. أ.د. وهبة الزحيلي ، المعاملات المالية المعاصرة ، دار الفكر ، دمشق ، 2002 .
101. يس عبد الحميد ، بورصة الأوراق المالية ، مكتبة التاجر والمحاسب ، القاهرة ، الطبعة الأولى ، 1948 .
102. يوسف كمال محمد ، فقه الاقتصاد العام ، ستابرس للطباعة والنشر ، 1990 .
103. يوسف كمال محمد ، الإصلاح الاقتصادي رؤية إسلامية ، دار الهداية ، 1992.
104. يوسف كمال محمد ، الإسلام والمذاهب الاقتصادية المعاصرة ، دار الوفاء ، الطبعة الأولى ، 1986 .

**سابعاً : كتب القانون والمحاسبة**

105. د. أبو زيد رضوان ، شركة المساهمة ، دار الفكر العربي ، القاهرة ، 1983 .
106. د. خالد أمين عبد الله ، محاسبة الشركات الأشخاص والأموال ، دار وائل للطباعة والنشر ، عمان 2002 .
107. رشاد نعمان ، د. محمد غالب حيدر ، دراسات في محاسبة الشركات ( شركات أموال - شركات قابضة وتابعة ) ، دار الفكر المعاصر ، صفاء ، 1999 .
108. د. فوزي عطوى ، الشركات التجارية ، منشورات الحلبي الحقوقية ، بيروت ، 2005 .
109. أ.د. فوزي عطوى ، الشركات التجارية في القوانين الوضعية والشريعة الإسلامية ، منشورات الحلبي الحقوقية ، لبنان ، 2005 .
110. د. مصطفى كمال طه ، القانون التجاري ، دار المطبوعات الجامعية ، الأسكندرية ، 1986 .
111. د. مصطفى كمال طه ووائل أنور بندق ، أصول القانون التجاري ، دار الفكر الجامعي ، الأسكندرية ، 2006 .
112. ياسر زغيب ، اتفاقية الجات دراسة مقارنة ، دار الندى ، بيروت ، 1999 .

**ثامناً : كتب اللغة**

113. جمال الدين محمد بن منظور ، لسان العرب ، دار صادر ، بيروت ، الطبعة الأولى ، 1997 .
114. فخر الدين الرازي ، مختار الصحاح ، نهضة مصر للطباعة والنشر ، القاهرة ، ب.ت .

115. مجمع اللغة العربية ، المعجم الوسيط ، مكتبة الشروق الدولية ، القاهرة ، الطبعة الرابعة ، 2004 .

116. مجمع اللغة العربية ، المعجم الوجيز ، طبعة خاصة بوزارة التربية والتعليم ، القاهرة ، 2003.

**تاسعاً : قرارات المجامع الفقهية**

117. قرارات المجمع الفقهي الإسلامي ، رابطة العالم الإسلامي ، مكة المكرمة .

118. قرارات مجمع الفقه الإسلامي ، منظمة المؤتمر الإسلامي ، جدة .

**عاشراً : كتب مترجمة ومواقع إنترنت**

119. مايكل سنسير ، دليل التعامل في سوق الأسهم ، مكتبة جرير ، المملكة العربية السعودية ، 2005.

120. مايكل دي شيمو ، قوانين سوق الأسهم ، مكتبة جرير ، المملكة العربية السعودية ، 2006 .

1. http://qamoos.sakhr.com
2. http://64.246.58.199/artc.php?id=10919
3. http://www.saudstok.com/art.php?id=62
4. www.doroob.com/?p=7592
5. www.arabtimes.com/arab%20con/kuwit/doc/8.htm